

La Politique de l'Escompte

DE LA

Banque d'Angleterre

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

Présentée et soutenue le 7 Mars 1933, à 14 heures

PAR

JÉRÔME STEHELIN

JURY

Président : M. AFTALION, professeur.

Suffragants { M. TRUCHY, professeur.
M. RIST, professeur.

PARIS

Marcel GIARD, Editeur

16, Rue Soufflot, 16

1933

La Politique de l'Escompte

DE LA

Banque d'Angleterre

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

Présentée et soutenue le 7 Mars 1933, à 14 heures

PAR

JÉRÔME STEHELIN

JURY

Président : M. AFTALION, professeur.

Suffragants { M. TRUCHY, professeur.
M. RIST, professeur.

PARIS

Marcel GIARD, Editeur

16, Rue Soufflot, 16

1933



*La Faculté n'entend donner aucune appro-
bation ni improbation aux opinions émises dans
les thèses, ces opinions doivent être consi-
dérées comme propres à leurs auteurs.*



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41547118_0040

A MES PARENTS

Affectueusement

PREMIERE PARTIE

La Banque d'Angleterre et le Marché Monétaire de Londres

CHAPITRE PREMIER

La Banque d'Angleterre

La fonction d'émettre des billets qu'il nous paraît naturel aujourd'hui de voir confiée par l'Etat à une seule banque était remplie dans la plupart des pays et notamment en Angleterre, au début du siècle dernier, par une multitude de banques.

Le principe du Monopole de l'émission des billets a été consacré en Angleterre, en 1844, par l' « Act de Robert Peel ».

Sir Robert Peel avait été très impressionné par l'excès d'émissions qui avait sévi durant les années précédentes. De nombreuses faillites de banques d'émission régionales, qui en avaient été l'aboutissement, avaient eu elles-mêmes, comme

conséquence normale, la crise de 1836-1839. La concurrence apparut pernicieuse en cette matière.

Un projet soumis au Parlement par Sir Robert Peel constitua la nouvelle charte de la Banque d'Angleterre connue sous le titre de l' « Act de 1844 » ou encore « Act de Robert Peel ». Trois ans à peine après le vote et la mise en vigueur de l' « Act », survint la crise de 1847 qui ne fut surmontée que par la suspension de l'Act.

Le trait le plus caractéristique de la nouvelle organisation de la Banque d'Angleterre était constitué par la division de la Banque en deux départements : celui de l'émission, celui de banque. A partir de cette date, la Banque d'Angleterre publia sa situation, non pas en un bilan unique, mais en deux bilans. La législation de 1928 consacrera un changement important, non du point de vue du principe même de l'Act de Peel, mais de celui du volume de la circulation. Aussi, nous allons étudier d'abord le bilan du département de l'émission tel qu'il était dressé par la Banque, avant la réforme de 1928. Nous apprécierons alors mieux la nature des changements apportés par cette réforme.

Le département de l'émission présentait son bilan de la façon suivante : Au passif, étaient inscrits les billets émis. Une partie de ces billets était émise en contre partie d'une « dette du Gouvernement » et d' « autres valeurs » : ce volume de billets représentant l'émission fiduciaire autorisée était, à la veille de la guerre, inférieur à 20 millions de Livres,

Tous les autres billets étaient émis en contre-partie d'or.

Le Mercredi 16 septembre 1903 le bilan du département de l'émission était le suivant :

Billets émis.....	50.654.500 £ :	Dette de l'Etat
		11.015.100 £
		Autres valeurs
		7.134.900 £
		Espèces d'or
		32.204.500 £
	50.654.500 £	50.654.500 £

Le Currency and Bank notes Act de 1928 n'a fait subir que de légères modifications à la présentation du bilan du département de banque. Aussi, nous préférons examiner dès maintenant quels furent les changements apportés par la réforme de 1928 à la présentation du bilan du département de l'émission. Voici comment se présente le bilan du département de l'émission depuis le Currency and Bank Notes Act de 1928.

Voici le bilan du 9 septembre 1931 :

DÉPARTEMENT DE L'ÉMISSION

		Dette du Gouver-	
Billets en circulation	353.930.664	nement	11.015.100
Dans le département			
de banque	56.963.961	Autres effets publics	255.135.050
		Autres valeurs....	4.771.216
		Argent	4.078.634
		Montant de la cir-	
		culation fiduciair-	
		re.....	275.000.000
		Espèces d'or,.....	135.894.625
	410.894.625		410.894.625

Le changement, qui a été l'objet de la réforme de 1928, consiste dans la fusion de la circulation des billets émis par la Banque d'Angleterre avec la circulation des Currency Notes qui avaient été suscités par les besoins du Trésor durant la guerre et directement émis par l'Etat. L'ensemble des titres d'Etat qui garantissait cette circulation figure depuis la réforme à l'actif du département de l'émission et constitue le poste « autres effets publics ».

Le montant de l'émission fiduciaire autorisée fut porté à 260 millions de Livres par l'Act de 1928.

Ce principe limite le pouvoir de crédit de la Banque. Sa capacité de prêt est liée aux mouvements de l'or. L'Act de 1928 cependant, a fait dans sa section 8 une certaine place au besoin d'élasticité dont peut avoir besoin la circulation. Voici le texte qui règle la matière. Section 8. Pouvoir d'accroître le montant de la circulation fiduciaire.

« 1° Si la Banque, à quelque époque que ce soit, indique à la Trésorerie l'opportunité d'accroître le montant de l'émission fiduciaire jusqu'à un certain chiffre spécifié, supérieur à 260 millions de Livres, la Trésorerie pourra autoriser la Banque à émettre des billets pour tel montant supplémentaire, mais sans dépasser le montant déterminé comme il vient d'être dit, et pour telle période n'excédant pas six mois que la Trésorerie jugera convenable.

« 2° Toute autorisation ainsi donnée pourra être renouvelée ou modifiée de temps en temps sur la même sollicita-

tion et dans les mêmes formes, pourvu que, malgré la mesure précédente, une telle autorisation ne soit pas renouvelée de façon à rester en application (avec ou sans changement) après l'expiration d'une période de deux ans à partir de la date à laquelle elle aura été à l'origine octroyée, à moins que le Parlement n'en décide autrement.

« 3° Toute décision de la Trésorerie autorisant une augmentation de la circulation fiduciaire selon les stipulations de la présente section sera portée immédiatement à la connaissance des deux Chambres du Parlement ».

A plusieurs reprises (1), des propositions avaient été faites tendant à instaurer le principe continental. Lors de la réforme de 1928, ces propositions n'ont pas été retenues.

Quant au bilan du département de banque, nous pouvons l'étudier directement tel qu'il se présente aujourd'hui.

BILAN DU DÉPARTEMENT DE BANQUE (9 SEPTEMBRE 1931)

Capital	14.553.000	Effets publics	51.145.906
Réserve.....	3.714.153	Autres valeurs :	
Dépôts du Trésor...	21.807.574	Escomptes et avances	8.291.359
Autres dépôts :		Titres.....	27.742.581
Banquiers	54.845.474	Billets.....	56.963.961
Autres comptes....	50.532.945	Espèces d'or et d'ar-	
Valeurs à 7 jours ...	2.280	gent	1.311.619
	<u>145.455.426</u>		<u>145.455.426</u>

Le passif se compose tout d'abord du capital puis d'un fonds de réserve; viennent ensuite les dépôts du gouverne-

(1) Voir plus bas page 22.

ment. La Banque d'Angleterre est la caissière du gouvernement; celui-ci verse chez elle les fonds dont il dispose librement. Ces dépôts sont libres d'intérêts. Ces postes n'ont pas été touchés par la réforme de 1928. Puis viennent les « autres dépôts ». La Banque d'Angleterre détient les balances des banques de dépôts et peut ainsi contrôler leur encaisse et partant leur capacité de prêt. Ces balances sont également libres d'intérêts. En ce qui concerne ce poste, le Bank Notes Act a opéré un changement de forme. Depuis 1875, la Banque d'Angleterre ne donnait que le chiffre global des dépôts sans indiquer séparément le montant des dépôts des banquiers et celui des dépôts des particuliers. Depuis 1928, nous savons de quel volume sont les dépôts des banquiers. Le renseignement est précieux car le montant des dépôts des banquiers indique la capacité de prêts du système bancaire. En effet, l'encaisse des London Clearing Banks comprend deux éléments essentiels : 1° des espèces en caisse; 2° le solde créditeur à la Banque d'Angleterre. Il faut toutefois noter que le premier élément est supérieur au second. Mais il n'en reste pas moins que ce poste à la Banque d'Angleterre a une importance essentielle. C'est en le faisant varier que la Banque d'Angleterre exerce son contrôle sur le volume du crédit.

Enfin au passif s'inscrit une dernière rubrique les « valeurs à 7 jours » d'une importance insignifiante.

A l'actif figure d'abord une série d'effets publics. Ce

poste comprend des titres achetés et possédés par la Banque et des titres remis par le gouvernement en garantie des avances qui lui sont faites par la Banque d'Angleterre. Puis viennent les autres valeurs. Ce poste contient pour la plus grande partie des titres. Il reflète l'activité commerciale de la Banque d'Angleterre. Jusqu'en 1875, il a été décomposé en escomptes et avances d'une part et titres d'autre part. A partir de 1875, cette division avait été supprimée, mais depuis la réforme de 1928, le bilan indique à nouveau ces deux montants séparément. Or, le chiffre des escomptes et avances qui s'élevait à environ 8 millions de livres en 1875 se trouve être à peu près le même actuellement. Si l'on compare ce chiffre avec le volume des escomptes et des avances, accordés par les banques de dépôts qui s'élèvent à l'heure actuelle à plus de 2.000 millions de Livres, on comprendra alors que le rôle direct joué par la Banque d'Angleterre sur le marché monétaire est modeste si non infime.

La Banque d'Angleterre n'escompte pas directement de « bank bills ». Elle réescompte seulement ceux qui lui sont présentés par les brokers. Le taux appliqué est le Bank rate. Comme ce taux est supérieur à celui auquel travaillent les brokers, l'obligation pour eux de faire réescompter une partie de leur portefeuille par la Banque d'Angleterre constitue une perte. Les brokers préfèrent obtenir des fonds par le moyen des avances. Certes le taux en est encore supérieur, mais comme la Banque consent des avances pour une durée deux

fois moins longue (huit jours) que lorsqu'elle accepte des « bank bills » au réescompte, la supériorité du taux étant compensée par la plus grande brièveté du prêt, le moyen employé par le marché, pour se procurer des ressources, est généralement de recourir aux avances. La situation est donc bien différente de celles qui existent à cet égard en France et en Amérique. Dans ces deux pays le taux de réescompte est inférieur au taux auquel sont escomptées les traites intérieures, réescomptables.

Vient enfin à l'actif du bilan du département de banque la rubrique « notes » à laquelle il faut ajouter quelques espèces d'or et d'argent. Cette rubrique « notes » que l'on appelle communément la réserve constitue pour la Banque l'élément fondamental. Le rôle de cette réserve est considérable parce que c'est son montant qui permet à la Cité de Londres de se rendre compte de la marge de crédit que la Banque d'émission peut faire.

Les auteurs de l'act de 1844 avaient attendu des effets heureux de la séparation de la Banque en deux départements. Le montant de la circulation fiduciaire, avant 1914, s'élevait à environ 30 % de la circulation totale; autrement dit, la circulation des billets était gagée, en Grande Bretagne, avant la guerre de 1914, dans la proportion de 70 % par de l'or. Le raisonnement des auteurs de l'Act de Peel était le suivant : lorsqu'un porteur de billets se présentera à la Banque pour retirer de l'or la circulation comme la cou-

verture se verront diminuées du même montant. Rien de plus simple, rien de moins dangereux. En réalité lorsqu'il y a des retraits d'or c'est à travers le département de banque et sur la « réserve » de ce département qu'ils produisent leurs effets. Cette répercussion se produit de la façon suivante :

La réglementation rigide de l'émission des billets a amené le système bancaire anglais et en particulier la Banque d'Angleterre a un développement important des dépôts. Le montant du poste « autres dépôts » du département de banque subit des fluctuations importantes. Son montant peut augmenter de la façon suivante : Un banquier apporte des lingots d'or ; ces lingots sont remis au département de l'émission qui, en contre-partie remet des billets. Ces billets sont versés par le banquier à son compte au département de banque dont ils viennent grossir la réserve. Ainsi, le chiffre de la réserve comme celui des autres dépôts haussent du même montant. La proportion de la réserve aux exigibilités s'améliore. Examinons l'opération inverse. Le titulaire d'un dépôt retire ce dépôt. Peu importe qu'il sorte de la Banque d'Angleterre avec des billets ou avec de l'or : le résultat c'est que le poste « autres dépôts » a diminué du montant des retraits. La réserve du département de banque a diminué du même montant. La proportion de la réserve aux exigibilités s'est affaiblie. Voici le schéma de l'opération :

Département de banque (bilan simplifié)

Dépôts du Trésor	20		
Autres dépôts			
Banquiers	60	100	Réserve 60
Autres	40		
			Ratio 50 %

Il se produit un retrait de 10 millions de livres. La situation est alors la suivante :

Dépôts du Trésor	20		
Autres dépôts			
Banquiers	50		Réserve 50
Autres	40	90	
			Ratio 45 %

Le titulaire aurait pu demander de l'or à la place de ses billets, ce retrait d'or aurait eu une répercussion bien moins grande sur le potentiel de crédit de la Banque. Cette conséquence est due au principe de l'émission fiduciaire fixe. Voici le schéma de l'opération.

Département de l'émission (bilan simplifié)

Billets émis 400	Encaisse or 140
	Ratio 35 %

L'encaisse or subit une diminution de 10 millions de livres. Le bilan se présente alors :

Billets émis 390	Encaisse or 130
	Ratio 33,3 %

Puisque l'émission des billets en Grande Bretagne n'est

pas régie par le principe continental qui consiste à lier l'émission à l'encaisse par une proportion, la contraction de la circulation en cas de sortie d'or est beaucoup moins importante. Les chiffres que nous avons pris sont, comme ordre de grandeur des chiffres courants. Nous avons choisi 400 et 140 pour la facilité du calcul et pour obtenir une ratio de 35 % avant le retrait d'or. Cette ratio de 35 % est en effet consacrée par la législation de plusieurs états continentaux. Supposons que dans l'un de ces pays, le bilan de la banque centrale se présente à un moment donné comme suit :

Billets en circulation	400	Encaisse or	140
Ratio		35 %	

Il se produit un drainage de l'encaisse qui baisse de 140 à 130. Posons que la loi prévoit que la proportion peut descendre temporairement au-dessous de 35 %. La Banque, toutefois va s'efforcer d'opérer une déflation de sa circulation pour ne laisser la ratio au-dessous de 35 % que le moins longtemps possible. La situation se présentera de la façon suivante :

Billets en circulation	371	Encaisse	130
Ratio		35 %	

La circulation devra être ramenée à 371 et subir une diminution de 29; avec le système britannique, la diminution du montant des billets n'a été que de 10. Aussi la répercussion qui compte en Grande Bretagne est-elle celle que nous voyons se produire sur la réserve composée de billets du dé-

partement de banque. Car c'est sur cette réserve que la Banque d'Angleterre se base pour octroyer du crédit. Si elle s'épuise, le département de banque va se trouver privé de billets et dans l'impossibilité d'augmenter le montant de ses avances et de ses escomptes. Le département de banque ne peut se retourner vers le département de l'émission celui-ci ne fournissant des billets que contre remise d'or, pour un même montant.

La première crise survenue après la mise en vigueur de l'Act de Robert Peel, en 1847, n'a pu être surmontée que par la suspension de l'Act. Les sorties d'or qui ont eu lieu à ce moment ont épuisé la réserve du département de banque. En un temps très court elle est tombée de 8 millions à 2 millions de Livres. C'est alors que le Chancelier a écrit au Gouverneur une lettre autorisant la Banque à dépasser le montant des billets qu'elle pouvait légalement émettre. Cette lettre est du 25 Octobre 1847. La publication de la lettre a immédiatement ramené la confiance du public. Du moment que la Banque avait la possibilité de fournir des billets, les titulaires de dépôts n'en désiraient plus.

Les crises suivantes de 1857, de 1866 se terminent de la même façon, par la publication d'une lettre adressée par le Chancelier à la Banque, lettre copiée sur celle qui avait été envoyée lors de la première crise en 1847. En 1857, la Banque a mis un million de Livres de billets en circulation au-delà de la limite fixée par l'Act de Robert Peel.

Lors des deux crises suivantes, en 1890 et 1907, la Banque de France prêta son appui à la Banque d'Angleterre en escomptant des traites sur Londres remises par des banquiers et en versant le montant de ses escomptes sous forme d'envois d'or. Le renforcement de l'encaisse or du département de l'émission permettait à ce dernier de remettre au département de banque des billets qui sont venus renforcer sa réserve.

Ainsi à plusieurs reprises, l'Act de 1844 a dû être suspendu ou bien la Banque d'Angleterre a dû faire appel à l'appui de la Banque de France.

Durant la deuxième moitié du XIX^e siècle et jusqu'à la Grande Guerre n'a cessé de se poser le problème de la réserve du département de banque de la Banque d'Angleterre. De nombreux écrivains ont consacré des études à ce problème.

Bagehot, après la crise de 1866, publie son livre « Lombard Street ». Pour lui, le public doit être assuré qu'en cas de crise la Banque d'Angleterre sera en mesure d'aider les banques et maisons sérieuses.

« La théorie suggère (2), l'expérience prouve qu'au moment d'une panique, les détenteurs de la réserve suprême de banque doivent faire des avances promptes, efficaces, faciles à quiconque se présente muni de bonnes garanties. Cette

(2) BAGEHOT : Lombard Street, page 165.

conduite tend à calmer la panique ; tout autre conduite tend à l'augmenter. Par conséquent le public a le droit de savoir si la Banque d'Angleterre, qui se trouve être le détenteur de notre réserve suprême de banque, reconnaît ce devoir et a l'intention de le remplir ».

Quelques années plus tard, Lord Goschen, tout en s'intéressant également au problème de la réserve du département de banque, se préoccupe principalement du renforcement de l'encaisse-or du département de l'émission ; il suggérerait que la Banque émette des coupures d'une Livre dans le public pour un montant de 20 millions de Livres. En échange de ces billets, le public porterait alors une partie de son or à la Banque.

« L'idée est intéressante (3), observe M. Rist, parce que c'est la première suggestion d'une idée qui est devenue aujourd'hui courante : la concentration des réserves or d'un pays dans la banque centrale ».

Withers s'est également intéressé à la question de la réserve. Il s'en prend directement aux causes mêmes de la faiblesse de l'encaisse-or. La Banque d'Angleterre est constamment l'objet de demandes d'or de la part des autres pays auxquels la place de Londres consent des crédits. L'octroi de crédits à court terme consentis par Londres sous forme d'acceptations, déprime le change britannique. La Banque d'An-

(3) RIST : Cours de Doctorat, 1930-31, page 79.

gleterre devrait élever le taux de son escompte et maintenir ce taux élevé pour l'ensemble des banques. Cela obligerait les banques à restreindre leurs crédits. « Le meilleur moyen (4) d'attirer de l'or pour augmenter notre stock est l'élévation du taux d'escompte du marché. Le taux d'escompte du marché est réglé, en temps normal, surtout par l'action des banques et nous arrivons ainsi à la part qu'elles doivent prendre dans le renforcement de la base du crédit et de la monnaie courante.

Cette part doit être importante. Ce sont les banques, en effet, qui émettent la plus grande partie de notre monnaie moderne sous forme de carnets de chèques à remplir par leurs clients, et ce sont elles qui fabriquent la plus grande partie de crédit par leurs avances, leurs escomptes et leurs prêts aux maisons d'escompte. Toute exagération du crédit peut légitimement leur être attribuée.

Puisque dès lors, les banquiers sont les premiers responsables de cette exagération du crédit qu'ils dénoncent eux-mêmes comme un problème méritant l'attention, il semblerait qu'ils pourraient facilement le résoudre en rognant graduellement ses excroissances jusqu'à le réduire à des limites plus en rapport avec le numéraire sur lequel il est basé ».

Pour forcer les banques anglaises à suivre la politique ainsi conçue, Withers demandait que toutes les banques, gran-

(4) WITHERS, « Qu'est-ce que la monnaie », page 255.

des et petites, publient tous les mois un bilan. Il en résulterait une sorte de contrôle général du public sur la proportion maintenue par les banques entre leurs exigibilités et leur encaisse. Ce qui pour Withers obligerait les banques à restreindre leur désir d'octroyer trop facilement des crédits. Mais aujourd'hui les grandes banques de dépôts publient chaque mois un état de leur situation et il est ainsi possible au public de connaître l'état de la ratio entre leur encaisse et leurs exigibilités : actuellement elle est de 9 à $9\frac{1}{2}\%$ pour les London Clearing Banks, ce qui constitue une proportion assez basse.

Une autre solution visant plus directement l'élasticité de la Banque a été soutenue par Sir Holden, dès avant la guerre, et reprise par lui en 1918. Il préconisait que l'on réorganise la Banque d'Angleterre avec les méthodes continentales : fusion des deux départements en une seule banque unique ; émission des billets en contre partie d'effets de commerce ; relation fixe entre d'une part l'encaisse-or et d'autre part le passif constitué par la circulation des billets et les dépôts. Enfin cette relation étant établie, possibilité pour la Banque de descendre temporairement au-dessous, mais avec l'obligation lui incombant de payer un impôt.

Le Comité Cunliffe, réuni au lendemain de la guerre, a fait à ces suggestions un certain nombre d'objections. Tout d'abord, les billets et les dépôts ne doivent pas être placés sur le même pied. Or, ce système, qui réunit au passif, billets et

dépôts, fonctionne depuis plus d'un siècle en France.

D'autre part, avec le principe de la relation fixe entre l'encaisse et les exigibilités, on serait conduit à faire de l'inflation ; mais cet inconvénient ne s'est pas produit en France.

Enfin, M. Keynes considère que cette proportion que l'on fixe à 35 ou 40 % est encore plus arbitraire que le principe de l'émission fiduciaire fixe.

« On ne voit pas bien pourquoi (5), écrit M. Rist. De sorte que l'on peut dire que nous avons à faire plutôt à une certaine difficulté de sortir d'un système qui, après tout, a bien fonctionné malgré des a-coups, qui grâce à des suspensions momentanées, a donné une assez grande satisfaction au marché monétaire ».

Le Comité Macmillan, qui s'est réuni en Novembre 1929, et a remis son rapport en Juin 1931, recommande l'orientation suivante pour l'émission des billets (6) :

Il considère tout d'abord qu'aujourd'hui le stock d'or de la Banque Centrale a principalement une fonction internationale avant d'être le support de la circulation.

Se rapportant à la pratique française d'avant-guerre, il recommande qu'un maximum soit fixé légalement à la circulation : maximum qui pourra être changé de temps à autre, de façon à laisser une marge suffisante à la banque d'émis-

(5) RIST : Cours de Doctorat, 1930-31, page 89.

(6) Rapport Macmillan, p. 137 et suivantes.

sion; en Juin 1931, le Comité préconisait le chiffre de 400 millions de Livres.

En deçà de la limite maximum ainsi fixée, la Banque aura toute latitude pour la poursuite du maintien de la stabilité monétaire.

Le Comité préconise la fusion des deux départements. Cette division ne se comprendrait plus avec le nouveau système.

La Banque devra poursuivre le renforcement de son stock d'or qu'elle ne devra en aucun cas laisser tomber au-dessous de 75 millions de Livres.

Ainsi, le Comité préconise l'abandon du principe de l'Act de Robert Peel. Il ne retient pas les méthodes pratiquées actuellement sur le continent, d'une proportion à maintenir entre l'encaisse-or et le passif constitué par la circulation des billets et les dépôts. Il recommande une solution qu'il considère plus en harmonie que toutes les autres avec le rôle nouveau qui est dévolu à l'or. Trois mois après le dépôt de ce rapport, la Grande Bretagne abandonnait l'étalon-or.

Nous verrons plus loin (voir page 176) que la Grande-Bretagne offre l'exemple d'une suspension de l'étalon-or sans qu'il se soit produit d'inflation.

Lorsque le Gouvernement britannique opérera la stabilisation de sa monnaie, lorsqu'il décidera du choix de la nouvelle parité à fixer entre la Livre et l'or, il donnera une solution à un problème qui est distinct de la question de l'organi-

sation de la Banque d'Angleterre. Lorsqu'en 1928 un nouveau statut fut donné à celle-ci, le principe de l'émission fiduciaire fixe fut respecté. Toutefois une concession fut faite aux partisans de l'élasticité de la circulation par la Section 8 de l'Act de 1928 (voir plus haut, page 10).

L'Act de 1928 sera-t-il maintenu ?

Le législateur s'inspirera-t-il des suggestions de Sir Holden ?

Suivra-t-il les conclusions du rapport Macmillan ? Ce que propose le Comité Macmillan, c'est une organisation assez comparable à celle de notre Institut d'émission avant la guerre. Il n'y a pas de limite minimum établie pour le stock d'or monétaire, limite à partir de laquelle la Banque Centrale est obligée d'arrêter ses opérations : escomptes et avances.

Une grande liberté est ainsi laissée aux dirigeants de l'Institut d'émission. Si l'on examine les mouvements de l'encaisse or de la Banque de France, on verra que le stock d'or de 1880 à 1914 a progressé d'une façon constante au point de doubler. Ainsi les autorités responsables de la conduite des opérations de la Banque de France avaient pleinement mérité la confiance mise en elles.

Qu'il s'agisse de la Banque de France ou de la Banque d'Angleterre, ce n'est pas par ce trait que l'organisation préconisée par le rapport Macmillan nous semble critiquable.

La règle qui nous paraît défectueuse, c'est qu'un maximum soit légalement assigné à la circulation. C'est une criti-

que de même nature que l'on adresse au principe de l'émission fiduciaire fixe, principe qui a rendu inévitable à plusieurs reprises, dans le courant du XIX^e siècle, la suspension de l'Act de Peel.

Il faut que le public soit assuré que la banque centrale, en cas de crise, se trouvera en mesure de fournir du crédit au système bancaire.

C'est cette raison qui a fait adopter dans les législations récentes, appliquant le principe de la proportion entre l'encaisse or et les exigibilités, une clause suivant laquelle la banque centrale a le droit de laisser descendre temporairement la proportion au-dessous de la limite minimum. C'est cette raison qui a fait adopter, dans l'Act de 1928, en Grande-Bretagne, la disposition de la Section 8.

Il nous reste alors à choisir entre le système anglais amélioré depuis 1928 par la disposition de la Section 8, qui prévoit, pour la Banque d'Angleterre, la possibilité d'émettre temporairement des billets en sus de la limite supérieure avec l'autorisation du Trésor; et le système continental de la proportion, avec possibilité pour la banque centrale de descendre au-dessous de la proportion minimum.

Nous avons examiné, aux pages 16 et 17, le fonctionnement des deux mécanismes.

Nous avons exposé, à la page 22, les critiques formulées par le Comité Cunliffe aux suggestions de Sir Holden qui préconisait l'adoption du système continental,

Nous avons réfuté ces critiques.

Le système de l'Act de Peel a manqué de souplesse avant la guerre parce qu'il ne comprenait pas de disposition analogue à celle qui est prévue à la Section 8 de l'Act de 1928.

On ne peut pas trouver, dans la décision prise le 21 Septembre 1931 par le Gouvernement britannique de suspendre le fonctionnement de l'étalon or d'argument contre l'Act de 1928.

L'organisation séculaire du marché monétaire a fait de Londres le premier marché de capitaux du monde entier. Par l'intermédiaire des correspondants et des succursales des banques étrangères, des fonds viennent de tous les pays s'investir temporairement à Londres.

Durant l'été 1931, des retraits importants de fonds ont été effectués par les déposants étrangers, provoquant des ventes de Livres et des retraits d'or de la Banque d'Angleterre. La Banque d'Angleterre s'est trouvée aux prises avec une crise de confiance internationale. Le Gouvernement a défendu le stock d'or monétaire en suspendant l'étalon or. La question est alors tout autre : Il s'agit de savoir si les dirigeants se sont ou non servis, durant les mois qui ont précédé la Déclaration d'inconvertibilité, de toutes les armes qui se trouvent à leur disposition. Nous renvoyons alors le lecteur aux pages 133 et suivantes.

La clause qui prévoit, pour la banque centrale, soit la possibilité de dépasser le montant de l'émission fiduciaire

fixe, comme le fait la Section 8 de l'Act de 1928 pour la Banque d'Angleterre, soit la possibilité de descendre au-dessous de la proportion minimum, comme le prévoit la législation de 1928 en France, est destinée à prévenir toute panique, à l'égard du système bancaire, des déposants nationaux. A cet égard, la faculté pour la Banque d'Angleterre d'élever le montant de l'émission fiduciaire jusqu'à un chiffre supérieur à 260 millions de £, avec l'autorisation du Trésor, donne au système la souplesse qui lui faisait défaut avant la guerre. Cette disposition est bien comparable à la clause que contiennent les législations continentales, clause prévoyant la possibilité de descendre temporairement au-dessous de la proportion minimum.

Ce dernier système fut adopté chez nous.

Le principe de l'émission fiduciaire fixe fut respecté en Grande Bretagne.

Puisque dans chacun des deux systèmes, la banque centrale a reçu du législateur la possibilité de fournir du crédit au système bancaire en cas de crise interne, la question de savoir lequel des deux systèmes « Principe de l'émission fiduciaire fixe ; Principe de la proportion » est préférable à l'autre, nous semble avoir perdu beaucoup de son intérêt.

Mais si le législateur anglais a conservé en 1928 le principe de l'Act de Peel, le respect de la tradition, qui est si fortement ancré chez les Britanniques, fut, à notre avis, un facteur essentiel, dans la détermination de son choix.

CHAPITRE II

Le Marché Monétaire de Londres

Le marché monétaire de Londres doit certains de ses traits caractéristiques à la tradition. C'est ainsi que le commerce des acceptations pour lequel il est si bien outillé a été suscité par les relations commerciales que de bonne heure Londres a entretenues avec de nombreux pays.

Par contre, l'importance prise par les Joint Stock Banks est de date relativement récente.

On retrouve aujourd'hui sur chaque marché monétaire ce mécanisme comprenant : Le marché de l'argent à très court terme, le marché de l'escompte, le marché des reports. A New-York, à Paris, comme à Londres, il existe des commerçants, des industriels et des spéculateurs. Mais à Londres bien plus qu'à Paris et à New-York, l'organisation du marché monétaire est le fruit de l'évolution.

Nous divisons cette étude du marché monétaire londonien en quatre paragraphes. Les grandes banques de dépôts anglaises ont pris une importance qui n'est pas comparable au rôle modeste, par comparaison, joué par nos grandes ban-

ques françaises. Les Joint Stock Banks feront l'objet du premier paragraphe.

Le marché monétaire londonien comporte une rouage qui lui est tout à fait particulier : ce sont les maisons d'acceptations auxquelles nous consacrerons le deuxième paragraphe.

Le personnage caractéristique du « Money Market » le bill-broker fera l'objet du troisième paragraphe.

Dans le dernier paragraphe de ce chapitre nous traiterons le développement pris depuis la guerre par les bons du Trésor.

§ 1^{er}. — Les Joint Stock Banks

Les Joint Stock Banks sont au nombre de seize. Ce sont les banques de dépôts essentielles du système bancaire. Nous ne ferons que mentionner l'existence de trois « private banks ». La direction de l'une de ces trois banques privées a eu la courtoisie de nous laisser examiner des documents datant du début du 18^e siècle notamment des billets signés par des correspondants d'Amsterdam pour que des fonds soient remis à Londres par cette banque aux bénéficiaires de ces billets. Ce sont les nombreuses « Private banks » qui, avant l'apparition des Joint Stock Banks, jouaient un rôle essentiel dans la distribution du crédit.

Les banques coloniales ont leur siège à Londres, mais font la majorité de leurs affaires dans les colonies par l'intermédiaire de leurs succursales.

Il faut enfin citer les succursales des grandes banques étrangères ayant leur siège hors de l'Angleterre et organisées sous les lois des nations étrangères.

Revenons aux Joint Stock Banks. Les trois premières des « Big Five » la Midland Bank, la Barclays, la Lloyds ont chacune plus de 1.500 succursales; les deux autres, la Westminster, la National Provincial, plus de 1.000 succursales chacune; les « Big Five » reçoivent à travers leurs succursales la plus grande partie des dépôts du système bancaire britannique. Nous avons vu que l'émission des billets en Angleterre est réglé d'une façon rigide : c'est la raison pour laquelle le système des dépôts a pris dans ce pays une grande extension.

La proportion des paiements effectuée par chèques en Grande Bretagne est beaucoup plus élevée que dans les autres pays. Un élément important de paiements est encore réglé en billets en Angleterre ce sont les salaires. Encore doit-on noter qu'actuellement un mouvement se dessine pour que là également les paiements par chèques soient utilisés, dans le but d'économiser le stock d'or monétaire. En effet, lorsque le public prend l'habitude de régler par chèques des achats qui jusqu'alors étaient réglés par billets : 1° une partie des billets va refluer vers les banques et augmenter leur potentiel de crédit; 2° Ces paiements par chèques créent de nouveaux dépôts, sur la base desquels de nouveaux crédits seront octroyés; 3° Enfin les dépôts circulent plus vite que les billets.

Si nous nous reportons au bilan de la Banque d'Angleterre du 9 Septembre 1931, nous constatons que la Banque dispose d'un montant de dépôts (public deposits et other deposits) d'environ 130 millions de livres. Or, sans tenir compte des banques coloniales et des banques étrangères, l'ensemble des banques de Grande Bretagne dispose d'environ 2 milliards $\frac{1}{2}$ de livres : Sur ce montant la part totale des « Big Five » se monte à un milliard et demi environ.

L'encyclopédie de Bourse et de Banque (Tome I, page 577) donne pour l'année 1929 les chiffres suivants concernant le volume moyen des dépôts reçus par chacune des « Big Five ».

EN MILLIONS DE LIVRES

Midland Bank	399
Lloyds	382
Barclays	344
Westminster	300
National Provincial	292
	1.717

Pour la même année, les chiffres se rapportant à nos grands établissements de crédit sont les suivants :

EN MILLIARDS DE FRANCS

Société Générale	10
Crédit Lyonnais	8,7
Comptoir National d'Escompte :	7,5
Banque de Paris	2,5
L'Union Parisienne	1,3

On obtient un total de 30 milliards de francs, ce total est inférieur au montant moyen de dépôts reçu par chacune des « Big five ».

Voyons à quels emplois les Joint Stock Banks affectent les dépôts qu'elles reçoivent. Voici un graphique que nous empruntons à un article de M. Pouyanne (*Revue d'économie politique*, janvier, février 1930). Principe du fonctionnement des grandes banques de dépôts.

PASSIF	ACTIF
93 % Dépôts	Espèces 13 %
	Prêts à court terme 7,9 %
	Pf. Effets 12,5 %
	Pf. Titres 14,5 %
	Avances 50 %
7 % Capital et Réserves	Immeubles 1,8

La première partie de ces dépôts doit rester complètement disponible. Elle constitue ce qu'on appelle l'encaisse. Cette dernière comprend deux éléments : les sommes détenues en caisse et celles qui sont déposées à la Banque d'Angleterre.

Une partie de ces fonds est employée à faire des prêts au jour le jour aux brokers. C'est là le trait caractéristique du marché de Londres. Ce crédit est accordé à très bon marché :

toutes les ressources disponibles se trouvent ainsi employées. Ces prêts au jour le jour alimentent l'activité du « Money Market » et constituent ce que l'on appelle le « Short Loan Fund »; l'échéance de ces prêts s'échelonne d'un jour (day-to-day loans : prêts au jour le jour) à moins d'une semaine.

Ces prêts consentis au jour le jour donnent aux banques de dépôts la possibilité de diminuer chaque jour le montant des prêts qu'elles font aux bill brokers et d'être en mesure de parer à un retrait de fonds de la part de leurs déposants. Une grande banque anglaise ne compte pas sur la Banque d'Angleterre pour se procurer de la « cash ». Au contraire sur le continent une grande banque qui veut relever la proportion de son encaisse à ses exigences fait réescompter par la banque centrale une partie de son portefeuille. Lorsque le montant des prêts consenti par les banques de dépôts au « Money Market » diminue ce sont les brokers qui en supportent la conséquence. Ce qui peut leur arriver de plus désagréable c'est d'avoir à faire appel à la Banque d'Angleterre (Nous renvoyons le lecteur au troisième paragraphe de ce chapitre pour plus de développement sur ce point). Ainsi ce ne sont pas les banques de dépôts mais les brokers qui dépendent de la Banque d'Angleterre. Cette caractéristique donne une grande souplesse au marché monétaire, tout en lui imprimant un caractère bien particulier. Les brokers travaillent avec de l'argent pour lequel les banques de dépôts se contentent d'un taux très bas. A côté des banques de dé-

pôts, les banques coloniales, les banques étrangères, sont aussi des pourvoyeurs du « Money Market ».

Les banques de dépôts font également des prêts à quinze jours et à un mois considérés comme prêts à court terme. Une partie de ces fonds va s'employer au Stock Exchange. Les reports en bourse sont des opérations qui se font à quinze jours. Les Stock-Brokers (agents de change) empruntent aux banques de dépôts de l'argent pour assurer la contre partie de cette opération — le report — qui se dénoue au bout de quinze jours. Le montant des prêts consenti au Stock-Exchange, de la part des London Clearing Banks, a été environ de 30 millions de livres en 1930. La moyenne totale des prêts consentis au jour le jour et à court préavis a atteint en 1930, 300 millions de Livres environ.

Les banques de dépôts ont un portefeuille d'effets; ce portefeuille est composé, pour une petite partie, par des « Trade-bills ». Ce sont des effets tirés sur des commerçants ou industriels britanniques. Ces traites commerciales internes sont peu nombreuses. Elles ne sont pas réescomptables à la Banque d'Angletrre. Aussi est-il prudent pour les banques de dépôts de n'en garder en portefeuille qu'une petite proportion. Le marché de l'escompte à Londres est un marché de « papier international ». Le portefeuille d'escompte des banques de dépôts est composé pour une bonne partie de « bank-bills ». Ce sont des effets tirés sur les banques et maisons financières de Londres et acceptés par elles. Ces bank-bills

sont ce que nous nommons les acceptations de banque (nous renvoyons le lecteur pour plus de précisions sur cette question aux deux paragraphes suivants). Ces traites sont ainsi acceptées non par leur débiteur véritable qui peut être commerçant ou industriel, mais par un banquier. Les acceptations de banque sont escomptées avec beaucoup plus de facilité que les autres bills (même lorsque ces derniers portent de très bonnes signatures commerciales). Le taux des acceptations de banque est le taux caractéristique du marché londonien, c'est le « Market Rate » ou le « taux du marché ». Il s'oppose au « Bank Rate » ou taux officiel.

Ces acceptations font l'objet du commerce des brokers et des « discount houses » qui les escomptent et en revendent une partie aux banques de dépôts, à un taux légèrement supérieur au market rate.

Le portefeuille commercial (y compris les trade-bills) des London Clearing Banks s'élève actuellement à une moyenne annuelle de 125 millions de Livres.

Aujourd'hui le portefeuille des banques de dépôts anglaises comprend en outre des effets d'une nature particulière : ce sont les bons du Trésor. Les « Treasury Bills » occupent dans le portefeuille des banques de dépôts anglaises une place plus importante que les acceptations. Le marché anglais a chaque semaine un montant d'environ 40 millions de Livres de bons du Trésor qui arrivent à échéance et qui sont renouvelés. La moyenne annuelle des bons du Trésor détenus par les

London Clearing Banks s'élève actuellement à 130 millions de Livres environ. A Londres, les habitudes font aux banques de dépôts l'obligation de garder les acceptations qu'elles ont en portefeuille jusqu'à échéance, tandis qu'elles peuvent toujours revendre une partie des bons du Trésor qu'elles détiennent. Ainsi les bons du Trésor constituent un placement d'une liquidité parfaite.

Le dernier compartiment du marché qui emprunte aux banques de dépôts est celui des avances au commerce et à l'industrie. En Grande Bretagne, le commerce interne ne se finance que dans une très petite proportion au moyen de traites : Nous avons déjà noté que le montant des trade-bills est peu important dans le portefeuille d'escompte des banques de dépôts. Donc, c'est principalement au moyen des avances en comptes courants que se financent le commerce et l'industrie. Ces prêts sont consentis pour trois mois, six mois, un an, au plus. Leur taux est de 1 % au-dessus du Bank Rate, qui est le taux de la Banque d'Angleterre : celui auquel elle réescompte les bank-bills lorsque les brokers sont dans l'obligation de recourir à ses services. Ainsi le taux des avances à l'industrie est relié au taux de la Banque, mais en cas de baisse du taux officiel, le taux des avances à l'industrie ne descend pas toutefois au-dessous de $3 \frac{1}{2}$ %.

Voici un tableau donnant la répartition des avances des London Clearing Banks, à différentes dates, du 22 octobre

1929 au 13 mars 1930. Nous empruntons ce tableau au rapport Macmillan, page 298.

Répartition des avances des London Clearing Banks

Textiles (coton, laine, soie, lin, jute)	81,6
Industrie lourde (fer, acier, constructions mécaniques et navales)	62,9
Agriculture et pêche	68,6
Mines et carrières	30
Alimentation, boissons et tabac	63,1
Cuir, caoutchouc et produits chimiques	21,9
Navigation et transports	25,1
Constructions	47,8
Commerces divers	146,4
Autorités locales gouvernementales et Sociétés d'utilité publique	52,3
Sports, Clubs, Eglises, Sociétés charitables	26,5
Etablissements financiers	142,5
Autres avances	218,4
	987,7

Ces chiffres expriment des millions de Livres.

Ainsi le total des avances consenties par les London Clearing Banks s'élève pour cette période à près de 1 milliard de livres.

En nous plaçant du point de vue des Joint Stock Banks

nous avons passé en revue les différents compartiments du marché monétaire de Londres. Les banques de dépôts détiennent en effet la plus grande partie des ressources apportées par le public et ce sont elles qui effectuent la répartition de ces fonds sur les trois grands compartiments du marché : Avances à l'Industrie, Marché des Acceptations, La Bourse.

Une étroite relation d'ailleurs existe entre eux qui est apparente lorsque l'on examine le mode de fixation des taux. Le taux des dépôts (c'est-à-dire celui que les banques servent à leurs déposants) et le taux des avances à l'industrie varient automatiquement avec le Bank Rate par accord des représentants des banques de compensation. Il existe toutefois des exceptions à ce principe. Ainsi le taux des dépôts est généralement fixé à un niveau inférieur de 2 % au taux officiel. Or, le 30 juin 1932 lorsque la banque a abaissé son taux à 2 % (taux qui ne s'était pas vu depuis plus de trente ans), le taux des dépôts qui était à $\frac{1}{2}$ % n'a pas bougé. Cette décision a d'ailleurs provoqué quelque étonnement parce que le public s'attendait à ce qu'il soit abaissé de $\frac{1}{2}$ à $\frac{1}{4}$ %. D'autre part, le taux des avances à l'industrie généralement supérieur de 1 % au taux de la Banque ne descend jamais au-dessous de $3\frac{1}{2}$.

Lorsqu'en ouvrant un journal anglais on y lit que l'argent la veille était facile, c'est alors du taux de l'argent, prêté au jour le jour ou à une semaine au plus par les banques de dépôts aux brokers, qu'il s'agit. Ce taux qui se maintient

en moyenne à 1 % au-dessous du Bank Rate subit des fluctuations journalières qui dépendent pour chaque banque de dépôt des entrées et des sorties prévues pour la journée.

Reste enfin le Market Rate, celui auquel les brokers achètent les acceptations. Ce taux oscille entre d'une part le Bank Rate ; d'autre part, le taux de l'argent au jour le jour. Il est arrivé durant ces dernières années que les brokers aient travaillé à perte. Lorsque la Banque d'Angleterre fut contrainte à plusieurs reprises pour des raisons de change, de hausser son taux, ce dernier entraînait le taux de l'argent mis par les banques de dépôts à la disposition des brokers. Ceux-ci pour ne pas voir se détourner la clientèle internationale au profit de New-York préféraient escompter les acceptations à un taux inférieur à celui auquel ils empruntaient aux banques de dépôts. Mais ce ne sont là que des cas très rares. Bref, de l'étude que nous venons d'effectuer, il ressort que seul le taux du marché (celui auquel se négocient les acceptations) résulte des conditions de l'offre et de la demande, tout en étant enfermé entre deux limites assez étroites constituées d'une part par le Bank Rate ; par le taux de l'argent au jour le jour d'autre part.

§ 2. — Les maisons d'acceptation

Les maisons d'acceptation ont pour métier de prêter leur signature. Ce sont des maisons privées dont l'existence remonte à plusieurs siècles. A l'origine elles se livraient au com-

merce international. La transformation de ces commerçants en « banquiers » ne s'est pas opérée d'un seul coup. Parmi les commerçants de Londres en relations avec les grandes villes européennes telles que Milan Lyon, Amsterdam, certains d'entre eux acquirent de bonne heure une réputation internationale et les traites signées par eux s'escomptaient à un taux de faveur.

Ces commerçants tels que les « Baring », les « Schroder », furent sollicités par leurs amis moins connus de joindre leur signature pour que les billets émanant de ces commerçants moins connus puissent jouir du même taux de faveur. Cete pratique se généralisant, les commerçants connus abandonnèrent leurs premières fonctions de « merchant » pour se spécialiser dans cette autre fonction qui consiste à prêter sa signature. Ils sont alors devenus les « Merchant bankers ». Ces Merchant bankers se sont ainsi substitués au véritable débiteur. La lettre de change tirée sur eux se trouvait valorisée et elle est devenue l'acceptation de banque.

Grâce à ces Merchant bankers, le marché monétaire de Londres a pris une extension énorme. C'est donc le développement commercial de Londres qui a précédé et suscité le développement du marché des acceptations. Le courant financier est venu se justaposer au courant des marchandises. La Grande Bretagne fut de bonne heure en relations de vendeur et d'acheteur avec un grand nombre de pays; chaque semaine il y a des traites tirées du Chili, de la Perse, du Japon, sur

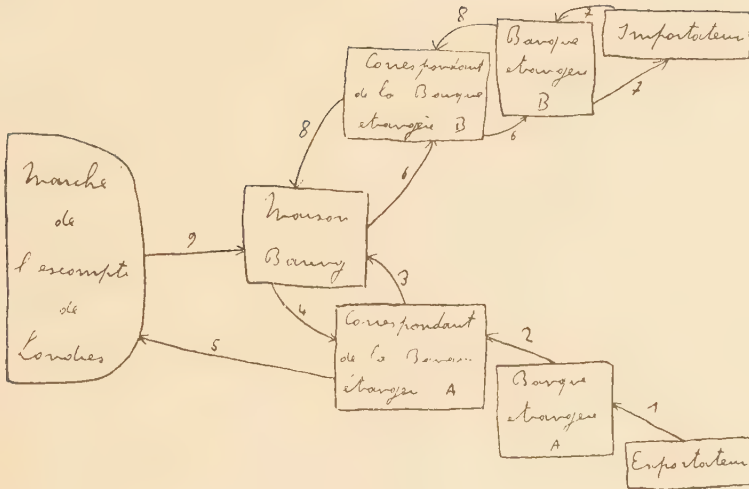
Londres et des traites tirées par les négociants de Londres sur ces différents pays.

Ainsi spontanément tel commerçant italien ou chilien, laissera des fonds à Londres parce que s'il a une somme à faire parvenir dans tel autre pays l'Egypte par exemple, il sait qu'à Londres il trouvera à acheter une traite sur ce pays : il sait qu'à Londres il est possible à chaque instant, moyennant un paiement en Livres, de se procurer la disposition d'une certaine somme sur une place étrangère en monnaie de ce pays.

Le Conseil de la Banque d'Angleterre compte actuellement parmi ses membres plusieurs merchant bankers. L'avantage que peut avoir un vendeur australien de laines qui va tirer un effet sur la maison Baring au lieu de le faire sur son débiteur allemand par exemple est le suivant. A Sydney il trouvera tout de suite un banquier qui sera heureux d'escompter une traite sur la maison Baring. Cette traite aura l'avantage d'être escomptée au taux de Londres : le market rate qui est assez bas.

Nous empruntons à un article de M. Pouyanne (1) un graphique qui fait comprendre parfaitement le mécanisme des acceptations. Cet auteur a composé plusieurs graphiques. Nous choisissons celui qui reproduit le financement par Londres du commerce entre pays étrangers.

(1) *Revue d'E. Pol.*, janvier-février 1930.



- N° 1. — Un exportateur australien tire une traite sur la Maison Baring et la négocie chez le banquier A à Sydney.
- N° 2. — La traite et les documents sont envoyés au correspondant à Londres du banquier escompteur.
- N° 3. — Le correspondant du banquier escompteur présente la traite à l'acceptation et se désaisit des documents contre acceptation.
- N° 4. — La Maison Baring retourne la traite après acceptation.
- N° 5. — La traite est négociée sur le marché de l'escompte où elle circule jusqu'à échéance.

- N° 6. — Les documents sont envoyés à la banque étrangère B de Hambourg.
- N° 7. — L'importateur étranger constitue à la banque étrangère B la provision nécessaire pour couvrir la maison Baring. Les documents sont remis à l'importateur.
- N° 8. — La banque étrangère B, par l'intermédiaire de son correspondant à Londres effectue la remise de fonds à la maison Baring.
- N° 9. — A l'échéance, la traite est présentée au paiement.

Tel est le mécanisme du financement par Londres du commerce entre pays étrangers.

Les acceptations, étant des effets tirés sur une banque ou sur une maison financière, constituent le papier qui est réescomptable à la Banque d'Angleterre. Il faut toutefois que l'actif de cette banque ou de cette maison financière se trouve en totalité ou en majeure partie en Angleterre. Il résulte de cette obligation que les effets acceptés par les succursales londoniennes de banques étrangères ne sont point admis au réescompte par la Banque d'Angleterre; il existe une différenciation entre les « Fine Bank Bills » et les autres que l'on appelle les « Foreign Agencies Bills ».

Ainsi à l'origine, le développement commercial de Londres, puis le développement de la pratique et du marché des acceptations qui en est résulté ont fait que les exportateurs et importateurs de tous les pays ont pris l'habitude d'avoir un compte courant dans une banque de Londres.

§ 3. — Les Bill-brokers et les Maisons d'Escompte

Dans les deux paragraphes précédents, nous avons vu comment les différents compartiments du marché monétaire : marché de l'escompte, avances à l'industrie, les reports en bourse, se trouvent alimentés en argent. Ce sont les banques de dépôts : les Joint stock banks, avec, à leur tête, les big five, qui remplissent cette mission.

Nous avons vu ensuite le rôle joué par les maisons d'acceptation — Acceptance Houses — telles que la maison Baring dans le développement de la place de Londres comme prêteur à court terme (à 1, 2 ou plus généralement 3 mois) du monde entier. Londres est ainsi devenu comme le constate le Professeur Rist (2) « le Clearing house du monde entier, l'endroit à travers lequel se règlent les dettes du monde entier ». Il nous reste maintenant à examiner le rôle joué, sur le marché monétaire de Londres, par un personnage important : le Bill-Broker.

Nous venons de voir le rôle de centre financier du monde de la Cité de Londres. Il n'est pas exagéré de dire que le « money market », où se négocient entre banquiers et bill-brokers les prêts au jour le jour et à court préavis, est le centre de la Cité. C'est un marché presque invisible ; il reflète l'image du caractère et de la tradition britanniques. Il n'y a aucun endroit, aucune place spécialement désignés où

(2) RIST : Cours de Doctorat, 1930-31.

puissent se tenir des réunions officielles. Banquiers et bill-brokers échangent leurs propositions en se rencontrant soit dans le bureau du banquier, soit dans la rue. Il est plein d'intérêt de circuler vers onze heures du matin dans ces étroits passages qui relient toutes les grandes banques de dépôts à la Banque d'Angleterre. Là en quelques mots une affaire est conclue, basée sur la confiance mutuelle des deux intéressés.

Les « Running Brokers »

La fonction du Bill-Broker est d'acheter et de vendre. Des trois classes de bill-brokers, la moins importante est composée par les Running-brokers. Ils ne travaillent pas pour leur propre compte ; mais moyennant commission. Pour cette raison, le Running-broker n'a besoin que d'un petit capital ; de méchantes langues ont même précisé qu'il n'avait besoin que d'une sacoche et d'une paire de souliers ! Le métier du running-broker est de savoir, au point de vue de leur maturité quels effets sont désirés par telle banque de dépôts. Il est de tradition pour les banquiers à Londres de ne pas faire réescompter leur portefeuille d'acceptations ; aussi, arrive-t-il que tel banquier ne désire prendre, à tel moment, que des acceptations à 3, 4 ou 5 semaines d'échéance. C'est le métier du Running-broker de le savoir et de connaître d'autre part les vendeurs d'acceptations, par exemple, les succursales et correspondants de banques étrangères.

Les « Bill-Brokers »

Le Bill-broker travaille non comme agent, mais à son compte.

Il achète et vend des acceptations et peut être regardé comme un boutiquier, dans cette sorte spéciale de marchandises. Il a un relativement petit capital à lui. La plus grosse partie de ses achats est financée par les prêts que lui consentent les Joint Stock Banks, au jour le jour et à une semaine au plus. Aussi, il doit d'une part se préoccuper de s'assurer journellement le renouvellement des prêts que lui consentent les banques et d'autre part acheter des acceptations.

Il commence le matin par rendre visite aux grandes banques : londoniennes et étrangères. Avant la visite des différents bill-brokers le compte est fait dans chaque banque des entrées et des sorties de fonds pour la journée et du résultat de cet examen, le montant journalier des prêts consentis la veille et depuis cinq ou six jours est soit renouvelé, soit élargi, soit diminué.

Lorsque le montant moyen des fonds prêtés par les banques se trouve en diminution sur la moyenne journalière des quatre ou cinq jours précédents, il y a en dernier ressort un fournisseur qui, à son propre prix, est toujours en mesure de fournir du crédit au marché monétaire, c'est la Banque d'Angleterre.

Lorsque le bill-broker est entré à la Banque d'Angle-

terre, on dit alors que le marché est « dans la banque ». L'importance des fonds empruntés à la Banque, est essentiellement variable; lorsque le montant emprunté varie de 500.000 à un million de Livres, on dit qu'il est « small » (3); de 2 à 3 millions, qu'il est « moderate »; de 4 à 5, qu'il est « large ». Lorsque toutes les sommes ainsi avancées ont été remboursées, le marché est « off the bank ».

Lorsque le bill-broker est entré à la Banque d'Angleterre, il se trouve placé devant l'alternative suivante : ou bien emprunter pour une semaine à un taux qui est supérieur de $1/2$ % au Bank Rate; ou faire réescompter avec comme taux le Bank Rate, des acceptations qui doivent avoir encore au moins quinze jours à courir. Comme le taux de la Banque est au-dessus du taux — market rate — auquel il négocie lui-même les acceptations, c'est de toute façon pour lui une perte, lorsqu'il doit avoir recours aux bons soins de la Banque d'Angleterre. La première voie est encore la moins onéreuse; bien que le taux des avances soit supérieur de $1/2$ % au Bank Rate, la durée du prêt n'étant que de sept jours, la brièveté du prêt compense largement la supériorité du taux.

Ainsi le money market, le marché monétaire au sens précis du mot et le marché de l'escompte communiquent par l'intermédiaire des brokers. Les brokers donnent au marché de Londres un caractère tout à fait particulier.

(3) Voir Encyclopédie de Banque, Tome I, p. 592.

En France par exemple, lorsque les banques de dépôts ont à craindre un resserrement monétaire, elles se procurent des disponibilités en faisant réescompter par la banque centrale une partie de leur portefeuille : ce qui d'ailleurs ne constitue pas une perte pour elle, car le taux de la Banque de France est toujours inférieur au taux auquel les banques ont escompté les effets qu'elles ont en portefeuille. Du reste une pratique de bonne heure a pris naissance. Elle consiste pour les banques à faire réescompter par la Banque de France, les effets qui vont arriver à échéance pour lui laisser les démarches et les frais qui accompagnent la présentation des effets à l'échéance. Cette pratique est résumée par le mot de M. Liesse « La Banque de France se fait le garçon de recettes des banques de dépôts ».

En Angleterre, en cas de resserrement monétaire, les banques de dépôts retirent provisoirement une partie des fonds prêtés au jour le jour aux brokers ; ce sont ces derniers qui ont à supporter les répercussions du resserrement de fonds.

Les « Discount Houses »

Il y a trois grandes sociétés connues sous le nom de « Discount Houses » qui achètent des acceptations pour les conserver en portefeuille jusqu'à échéance ; quoiqu'elles écoulent parfois une partie de leur portefeuille si elles en éprouvent le besoin. Elles possèdent un capital propre et acceptent des dépôts de leurs clients, commerçants et industriels. Elles

ne sont pas « banquier » au sens usuel du mot ; car lorsqu'un dépôt leur est retiré, elles ne donnent pas des espèces, mais un chèque sur leur propre banquier. Elles ne reçoivent de dépôts que des commerçants et industriels dont elles escomptent les acceptations. Enfin alors qu'elles travaillent principalement avec leurs capitaux propres, il leur arrive d'emprunter pour un ou plusieurs jours, au marché monétaire.

Ainsi, maisons d'escompte et bill-brokers, maisons d'acceptations, banques de dépôts, tels sont les rouages de ce mécanisme qui a fait de la Cité le plus grand prêteur à court terme du monde entier.

§ 4, — Les Bons du Trésor

Un fait tirant son origine de la guerre est venu ajouter un nouveau trait caractéristique au marché de Londres. Le gouvernement anglais, au cours de la guerre, a émis un nombre énorme de « Treasury bills » à 3 et 6 mois. Une partie seulement de ces bons qui s'élevaient à 1.200 millions de Livres à la fin de la guerre a été consolidée ; depuis 1924-1925, le montant des bons oscille autour de 600 millions de livres. Le marché anglais a constamment une somme d'environ quarante millions de Livres de bons du Trésor, qui arrivent à échéance et qui sont renouvelés.

Étant donné que le crédit du Trésor britannique est incontestable, les bons du Trésor se traitent au plus bas taux du marché monétaire : au taux des acceptations.

Les bons du Trésor constituent une partie de la dette

flottante. La dette flottante ne devrait représenter que le déséquilibre temporaire qui existe entre la rentrée des recettes et les dépenses de l'Etat, déséquilibre qui se trouve balancé à la fin de l'année financière. Tandis que les dépenses s'échelonnent sur toute l'année, le gros des recettes est seulement encaissé dans le dernier trimestre de l'année financière c'est-à-dire durant les mois : janvier, février, mars. Aussi, la dette flottante monte-t-elle entre avril et décembre et se contracte-t-elle durant le trimestre janvier, février, mars.

La dette flottante est représentée par :

Les bons du Trésor ;

Les Avances de la Banque d'Angleterre au Trésor ;

Les Avances par les départements publics ;

Les bons du Trésor furent institués en 1877 sur la suggestion de Bagehot.

Chaque semaine, un certain montant de bons du Trésor est vendu par l'intermédiaire de la Banque d'Angleterre et est payé par ses acheteurs en espèces, qui viennent grossir le poste « Public deposits », dans le bilan du département de banque. Arrivés à maturité, les bons sont remboursés par le gouvernement. Le point de vue de Bagehot était de donner au gouvernement la possibilité de se procurer temporairement des fonds sur le marché monétaire, toujours capable de les fournir.

Chaque vendredi, paraît une note dans la « London Gazette », à l'effet d'annoncer que le vendredi suivant, la Ban-

que d'Angleterre offrira une certaine quantité de bons du Trésor (40 millions de Livres est un montant habituel). On ne peut en acheter pour moins de 5.000 livres. Les souscriptions remises ne peuvent être inférieures à 50.000 livres et doivent être remises par l'intermédiaire soit d'une banque, soit d'une maison d'escompte, ou d'un broker. Le Trésor a le droit de refuser toutes les offres. Naturellement, il accepte celles qui sont faites au plus haut prix. Les soumissions doivent être présentées à une heure le vendredi. La Banque d'Angleterre choisit celles qu'elle accepte. Elle envoie aux divers soumissionnaires une note pour leur indiquer le montant qui leur est alloué. Le montant minimum obligatoire de ces soumissions fait immédiatement comprendre qu'en fait tous les acheteurs sont constitués par les banques, les maisons d'escompte et les brokers. Les banques de dépôts sont les plus grands souscripteurs de bons du Trésor. Ceux détenus par les London Clearing Banks se sont élevés en moyenne à 130 millions de Livres en 1930.

DEUXIÈME PARTIE

La Politique de l'Escompte suivie par la Banque d'Angleterre avant la guerre et depuis la guerre

CHAPITRE PREMIER

La hausse du taux de l'escompte et le change

Lorsque des relations d'ordre économique s'établissent entre deux pays, elles font naître entre les habitants respectifs une multitude de créances et de dettes. Considérons par exemple la France et les Etats-Unis. A toute époque de l'année, il y a en France un certain nombre de personnes qui ont des dettes à payer à des créanciers américains et d'autres qui ont des paiements à recevoir de leurs débiteurs américains. Par exemple, voici quatre commerçants A. B. C. D. (1).

B	.	C
A	.	D

(1) Voir GOSCHEN : Théorie des changes étrangers.

Le Français A est débiteur de l'Américain B. L'Américain C est débiteur du Français D. Supposons que les deux Américains habitent New-York; les deux Français, Paris; que les dettes existant entre d'une part A et B; et C et D d'autre part, sont de même montant. Le Français A a la possibilité de régler son créancier Américain B par l'intermédiaire d'un mandat international. Le même procédé peut être employé par C à l'égard de D. Mais ce procédé a l'inconvénient d'être dispendieux.

Les débiteurs ont encore d'autres moyens de règlement à leur disposition, par exemple l'envoi de métal, mais ce procédé entraîne des frais de transport, d'assurance et une perte d'intérêts pendant la durée du voyage.

Les commerçants ont trouvé dans la compensation un moyen d'éviter tous ces frais. Supposons que le négociant français qui doit payer une dette à New-York découvre à Paris un commerçant qui ait une créance sur un négociant de New-York, admettons que cette dette et cette créance soient de même valeur. Il est évident qu'il y aura économie à faire payer le créancier français par le débiteur français et le créancier américain par le débiteur américain. De cette façon, les dettes et créances seront éteintes et les frais d'une double expédition métallique évités. Mais parce que les conditions que nous avons supposé remplies ne paraissent pas susceptibles de se réaliser aisément, ce procédé de règlement semble condamné à ne pas sortir du domaine de la théorie.

Quelles probabilités y a-t-il que A et D (français) qui n'ont pas traité ensemble se connaissent, se concertent et que par l'exacte équivalence d'une dette et d'une créance, ils puissent faire servir l'une au paiement de l'autre.

Toutes ces difficultés s'évanouissent grâce à l'emploi des lettres de change et à l'intervention des banquiers spécialisés dans le commerce du papier international : les courtiers de change. Le négociant parisien D incorporera son droit au paiement dans un écrit, par lequel il priera son débiteur C de payer à une échéance précise une certaine somme à une tierce personne. Rien de plus simple pour le débiteur français A que d'acheter cette lettre de change et de l'envoyer à son créancier américain B qui en fera encaisser le montant. En pratique les lettres de change passent par l'intermédiaire des banquiers. Ils s'interposent dans chaque pays, entre le groupe des débiteurs désireux d'envoyer de l'argent et le groupe de créanciers qui en attendent, rendant service aux uns et aux autres, parce qu'ils sont toujours disposés à acheter ou à vendre des lettres de change payables à l'étranger quelles qu'en soient le montant et l'échéance. Leurs portefeuilles sont comme des réserves où viennent se rassembler les lettres de change tirées sur les pays étrangers et dans lesquelles puisent ceux qui ont besoin de s'en procurer pour acquitter leurs dettes.

Ainsi l'objet de ce commerce spécial qu'on appelle le commerce du change, ce sont les lettres de change ou les

chèques payables dans les pays étrangers. Ce qui se vend ou ce qui s'achète, c'est le droit de recevoir une quantité donnée de monnaie sur une place étrangère, tant de dollars à New-York, tant de Livres à Londres.

Une opération de change peut donc se définir un achat et un paiement en monnaie nationale du droit de toucher une somme payable dans un pays étranger en monnaie de ce pays. Ou encore, ce qui fait l'objet de change, c'est l'échange d'une somme d'argent dans un lieu, contre une somme d'argent équivalente dans un autre lieu. Or, deux sommes de même montant et disponibles toutes les deux, mais se trouvant l'une à New-York, l'autre à Paris « sont deux objets économiques totalement différents », écrit le Professeur Rist (2). De là, découle le phénomène du change.

D'autre part, une somme d'un montant donné n'a pas la même valeur si elle est disponible aujourd'hui ou si elle ne le sera que dans deux mois. De là, le phénomène de l'escompte.

Un banquier qui consent à remettre une somme liquide au cédant d'un effet qui n'arrivera à échéance qu'un mois plus tard, retient une petite somme qui constitue la rémunération du service qu'il rend. Comment sera déterminé le prix de cette rémunération, le taux de l'escompte ? Il faut tenir compte tout d'abord des offres et des demandes. Parmi les

(2) RIST : Cours de Doctorat, 1930-31.

demandes, il y a les créanciers. L'offre sera constituée par l'abondance du marché monétaire. Mais ce n'est pas tout. Le taux qui est le résultat de la confrontation de ces deux masses, va à son tour réagir sur le volume de ces deux masses. Pour le raisonnement théorique, puisque notre étude porte sur la Banque d'Angleterre, plaçons-nous avant la période d'invertibilité de la livre. Le taux d'escompte qui est par exemple de 4 % est porté à 5. Ce changement aura plusieurs effets simultanés. Des banquiers français par exemple qui ont un portefeuille d'effets qui leur rapporte 4 %, s'ils peuvent trouver à Londres une rémunération plus forte, feront réescompter leur portefeuille à la Banque de France. Ils auront ainsi des capitaux liquides. Mais il leur faut transformer cet argent à Paris, en argent à Londres. Ils font ainsi momentanément figure de débiteurs. Contents d'escompter des traites sur des négociants de Londres au taux de 5 %, ils rechercheront des traites sur Londres. Cette intervention, aura pour résultat de faire monter le change britannique à Paris et de le rendre favorable, du point de vue anglais, s'il se trouvait défavorable. C'est là, le résultat final qui avait été visé par les autorités britanniques lorsqu'elles avaient manié le taux de la Banque d'Angleterre, dans le sens de la hausse.

Ainsi le change est influencé par une variation du taux d'escompte, notamment le change britannique par une hausse du taux de l'escompte de la Banque d'Angleterre; c'est-à-

dire par la plus grande rémunération que sont susceptibles de trouver à Londres les capitaux liquides qui se trouvent à Paris, à New-York, à Berlin et qui sont en quête d'un placement temporaire avantageux.

De là, le rôle des banques lorsque les changes étrangers sont défavorables et en particulier celui de la Banque d'émission dont le taux d'escompte est en quelque sorte le régulateur des taux des divers compartiments du marché monétaire.

La hausse du taux de l'escompte produit un deuxième effet ayant lui aussi sa répercussion sur le change. Reprenons notre exemple précédent. Les banquiers parisiens pour conserver à leurs capitaux toute leur productivité, vont garder en portefeuille les traites sur Londres ainsi escomptées. Les faire réescompter avant l'époque fixée pour le paiement, réduirait en effet leur bénéfice puisque le banquier anglais prélèverait une retenue proportionnelle au temps à courir, au taux de 5 %.

Ainsi le relèvement du prix du loyer de l'argent agit doublement sur le change. Mais il faut qu'il s'agisse de pays, dans lesquels le billet de banque en circulation est convertible en or et joue en même temps que le rôle d'intermédiaire des échanges celui d'étalon des valeurs. Dans le cas de papier monnaie inconvertible, les mouvements de capitaux d'un pays vers un autre, beaucoup plus que par les variations du taux de l'escompte et la rémunération possible à trouver, sont

commandés soit par l'espoir d'une amélioration de la monnaie, dans laquelle on investit les capitaux, soit par la crainte d'une dévaluation, ces prévisions étant basées sur l'état du budget, de la trésorerie, de la politique suivie par le gouvernement.

Nous venons d'examiner les répercussions sur le change du maniement par la Banque Centrale de son taux d'escompte. Nous savons pourquoi une hausse du taux provoque généralement une amélioration des changes. En effet, les détenteurs de capitaux disponibles en transférant ces capitaux de la place où ils obtiennent moins de rendement, sur le marché où le taux d'escompte vient d'être haussé, ces détenteurs se conduisent provisoirement comme s'ils étaient débiteurs; avec toutefois cette différence que dans le cas de ces capitaux qui viennent s'investir provisoirement, le marché qui les reçoit est toujours menacé de les voir repartir, et provoquer sur le change des répercussions inverses. Depuis plusieurs années, le marché monétaire de Londres a fonctionné avec cette crainte permanente de voir rapatrier des capitaux flottants placés temporairement par l'étranger.

D'autre part, nous avons examiné quelques chiffres reflétant l'importance prise sur le marché de Londres, par l'escompte des acceptations. Nous avons constaté qu'une partie des transactions internationales intervenant entre pays étrangers, se trouve financée par Londres grâce au mécanisme perfectionné de son marché des acceptations. Prenons le

cas d'un exportateur allemand de produits fabriqués. Au lieu de tirer une lettre de change sur son acheteur, par exemple un importateur brésilien. Il tire sur la maison Baring. Un banquier de Hambourg escompte l'effet. Le correspondant de ce banquier à Londres, après avoir présenté la traite à l'acceptation auprès de la maison Baring, la négocie sur le marché de l'escompte en la vendant à un bill-broker. En attendant que le banquier de l'importateur brésilien couvre la maison Baring du montant de l'acceptation (ce qui est effectué la veille de l'échéance), cette opération consiste pour le marché de Londres à se faire prêteur du montant de la somme, pour le temps qui s'écoule entre l'achat de l'acceptation par un bill-broker et le versement de la somme la veille de l'échéance chez Baring.

Le développement du marché des acceptations a fait de Londres le plus gros prêteur à court terme du monde entier. Cette situation ne va pas être sans répercussion sur le change. Au point de vue du change, l'achat par une maison d'escompte de l'acceptation, aura la même répercussion, durant le laps de temps qui s'écoule jusqu'à l'échéance, qu'un paiement qui serait effectué à titre définitif. Cette opération déprime le change. Le développement progressif du marché des acceptations à Londres aura toujours pesé sur le change britannique. C'est là, la raison pour laquelle l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre a si peu progressé avant guerre

alors que celle de la Banque de France a doublé de 1880 à 1914. C'est ce que constate le Professeur Rist « cette situation ne paraît pouvoir s'expliquer que par l'extension des dettes extérieures que le Royaume-Uni se constitue continuellement par l'extension énorme de ses crédits » (3).

(3) RIST : Cours de Doctorat, 1930-31.

CHAPITRE II

Maniement par la Banque d'Angleterre de son taux d'escompte

§ 1^{er}. — Avant la guerre oscillations fréquentes du taux officiel

De 1895 à 1914, le stock d'or monétaire mondial passe de 3,6 milliards de dollars à 8,2 milliards de dollars. Le stock d'or de la France passe de 800 millions à 1.700 millions de dollars. Celui de la Grande-Bretagne, de 500 millions de dollars aux environs de 750 millions de dollars. L'augmentation est à peu près de 250 millions de dollars alors qu'elle est plus de trois fois plus grande pour le stock d'or monétaire de la France.

Cependant Londres est le marché mondial de l'or. La Banque d'Angleterre est avantagée par rapport aux Banques Centrales Continentales, pour poursuivre le renforcement de son encaisse-or ; l'or qu'elle achète n'a pas à subir de frais de transport et d'assurance supplémentaires comme c'est le cas pour la Banque de France par exemple puisque c'est à Londres qu'arrive directement l'or frais extrait des mines, soit pour être ensuite dirigé vers les caves des différentes

Banques centrales, soit pour être affecté à des usages industriels.

Après la guerre, l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre passe de 58 millions de Livres à 156 millions en 1930 pour tomber à 130 millions de Livres en septembre 1931. Le volume total des crédits (billets et dépôts) a atteint environ pour les années 1929 et 1930 : 2.500 millions de Livres. Or, ce montant total d'exigibilités repose sur l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre. Ce qui donne comme proportion de l'encaisse aux exigibilités celle de 6 %. Ce qui caractérise la place de Londres c'est la faiblesse de la réserve or vis-à-vis de ses engagements internationaux et notamment de ses exigibilités à court terme.

Mais jusqu'à une époque récente la parfaite liquidité des prêts du marché de Londres donnait la faculté aux autorités de rendre rapidement le change favorable. La place de Londres se rend débitrice par tous les crédits qu'elle consent ; mais le jour où elle diminue le montant des crédits octroyés, elle devient créditrice, puisque chaque jour des quantités considérables de crédits arrivent à échéance. Il suffit à la Banque d'Angleterre de hausser son taux d'escompte et de rendre cette hausse effective : le taux du marché — le market rate — suit alors. Il en résulte qu'une bonne partie des opérations faites par l'intermédiaire de Londres ne se renouvelle pas. Londres reste alors créancière de toutes les opérations faites antérieurement ; simultanément, sa position débitrice dimi-

nue; le mouvement se renverse et Londres devient créancière. L'élévation du taux d'escompte a d'ailleurs une autre conséquence que nous avons déjà signalée; elle provoque un afflux de fonds de l'étranger, cherchant à bénéficier d'une meilleure rémunération.

Durant les quarante années qui précédèrent la guerre, ce qui est le plus frappant dans le taux de la Banque, c'est son peu de stabilité. Et ceci est encore plus remarquable quand on compare à ce point de vue la Banque d'Angleterre avec la Banque de France. De 1875 à 1900, le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre a été modifié 167 fois, tandis que l'on ne note que 25 changements dans le taux de la Banque de France. La durée moyenne d'un même taux est donc pour la Banque de France de 365 jours et pour la Banque d'Angleterre de 54.

Si maintenant au lieu de tenir compte uniquement des moyennes, on examine année par année les mouvements du taux de l'escompte, de 1844 à 1890, soit pendant 46 ans, on ne trouve que deux années, les années 1851 et 1890, pendant lesquelles le taux de la Banque d'Angleterre reste immobile; on en trouve 20 pour la Banque de France. Les variations du taux de la Banque d'Angleterre n'ont pas été seulement très fréquentes, avant la guerre, elles ont été aussi très grandes. La Banque d'Angleterre est la seule où les fluctuations du taux de l'escompte avant la guerre, aient constitué dans la même année des différences de 5 et 6 pour cent.

De 1906 à 1914 le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre a été modifié 68 fois. En 1906, à part les trois premiers mois où le taux reste à 4 %, chaque mois, on enregistre un changement. En 1907 le taux se tient à 4 % durant trois mois (Mai, Juin, Juillet); puis chacun des mois suivants il varie pour aboutir à 7 % en décembre (1).

Les conséquences de ces fluctuations continuelles et considérables étaient fort préjudiciables au commerce. Au point de vue de la modération du taux de l'escompte, celui qui fait escompter des traites, c'est-à-dire en pratique tout commerçant a naturellement intérêt à ce que le capital qu'il emprunte lui soit prêté à un taux aussi bas que possible. Au point de vue de la stabilité enfin il est nécessaire que le taux d'escompte ait une certaine fixité. Le commerçant peut ainsi déterminer à l'avance l'importance des frais de banque dont il a à tenir compte, dans l'établissement de ses prix de revient.

Ce sont là des garanties et des avantages que le monde commercial anglais n'a pas, avant la guerre, trouvé au degré qu'il aurait eu le droit d'espérer.

§ 2.- Depuis la guerre, Stabilité et modération du taux officiel

Après la guerre, l'Angleterre se trouvait en face d'une circulation fiduciaire accrue dans une forte proportion. De 1919 à 1924-25, le Gouvernement opéra une certaine défla-

(1) Statistical abstract for the United Kingdom, p. 312 et suiv.

tion dans la circulation des « Currency notes ». Le montant de cette circulation était d'environ 260 millions de livres lorsque le « Currency and bank notes act de 1928 » opéra la substitution des billets de la Banque d'Angleterre aux Currency notes. Le principe de l'émission fiduciaire fixe de l'Act de Robert Peel a été respecté. Depuis la guerre, comme avant, s'est posé, pour la Banque d'Angleterre, le problème de la faiblesse de l'encaisse-or. Les mêmes causes qu'avant la guerre, continuent à peser sur le change : octroi important par Londres de crédits à long et à court termes. D'autres causes extérieures à la Grande-Bretagne sont venues s'ajouter à celles d'avant guerre. Ce sont tout d'abord les efforts accomplis par les anciennes et les nouvelles banques d'émission, soit pour refaire, soit pour se constituer une encaisse-or.

L'expérience d'avant guerre avait établi que les banques d'émission devaient conserver une encaisse or représentant environ le tiers de leurs exigibilités. Cette proportion est devenue « à la mode » comme l'a écrit M. Keynes. Les différents états, qui, depuis la guerre, se sont rattachés à l'étalon-or, sanctionnèrent légalement cette proportion. Seule alors devient disponible la partie de l'encaisse dépassant cette proportion. Certes, l'introduction dans les différentes législations d'une clause « d'élasticité » permet aux Banques Centrales de laisser tomber momentanément la réserve au-dessous du minimum prévu. C'est là un avantage. Mais le prin-

cipe, général des législations monétaires d'après guerre donna naissance à une compétition pour l'or, compétition qui s'est engagée entre les Banques d'émission, poursuivant chacune le renforcement de son encaisse. C'est ce que constate le rapport de la Délégation de l'or (page 55). « Dans la pratique ces banques doivent toujours, même en période normale conserver une quantité d'or supérieure au minimum légal, car elles sont tenues de vendre de l'or ou des devises étrangères à toute personne offrant en échange un certain montant de billets. Si elles ne se ménageaient aucune marge en sus du minimum légal, elles se trouveraient dans l'obligation d'enfreindre la loi (ou de subir les sanctions qu'elle prévoit) dès qu'une offre de ce genre leur serait faite ».

Ainsi la Grande-Bretagne éprouvait déjà de grandes difficultés à retenir l'or chez elle avant la guerre. Après la guerre elle en a éprouvé de plus sérieuses; allons-nous, en conséquence, constater dans la fixation de son taux de l'escompte, par la Banque d'Angleterre, autant de changements depuis la guerre qu'on en a enregistrés pour les années qui la précédèrent.

Durant les dix premiers mois de 1919, le taux reste immobile fixé à 5 %. En novembre, il est porté à 5 $\frac{1}{2}$ %, puis à 6 en décembre.

En mai 1920, il est porté à 7 % niveau auquel il reste fixé jusqu'en avril 1921. En avril, il est manié dans le sens de la baisse; puis encore en juin. En décembre de la même

année, le taux est de 5 %. Le mouvement se continuant, il atteint le niveau très bas de 3 % en juillet 1922. Le taux reste alors immobile durant un an, pour être porté en juillet 1923 à 4 %.

Le taux, durant vingt mois, ne subira aucun changement.

Il est fixé à 5 % en mars 1925. En août et octobre, il est successivement abaissé à $4\frac{1}{2}$, puis à 4; il est enfin ramené à 5 % en décembre 1925. Ce n'est qu'en avril 1927 qu'il subira un nouveau changement après quinze mois de stabilité pour être fixé à $4\frac{1}{2}$.

C'est alors la plus longue période d'immobilité qui commence, puisque depuis le mois d'avril 1927, jusqu'au mois de février 1929, le taux d'escompte ne va pas quitter ce niveau de $4\frac{1}{2}$.

Durant l'année 1929, il est porté successivement à $5\frac{1}{2}$, puis à $6\frac{1}{2}$ en Septembre, pour revenir progressivement à 5 % en décembre. Durant l'année 1930, il est ramené à 3 %, niveau qu'il atteint en mai, auquel il reste fixé jusqu'en mai 1931. A ce moment, il est manié pour être abaissé à 2,5 %. Ce n'est qu'en juillet qu'il est porté à $4\frac{1}{2}$; puis à 6 % en septembre. Nous atteignons alors la période d'inconvertibilité de la livre. Nous étudierons la politique suivie par la Banque depuis la Déclaration d'inconvertibilité dans la dernière partie de cet ouvrage.

Occupons-nous, pour le moment, de la politique suivie durant les treize années qui se sont écoulées depuis la fin de

la guerre jusqu'en septembre 1931. Deux observations se présentent tout de suite à l'esprit. D'une part, la stabilité du taux de l'escompte a été heureusement assurée par la Banque. Nous relevons trois périodes : la première longue de vingt mois (Juillet 1923-Mars 1925); la deuxième de quinze mois (Décembre 1925-Avril 1927); la troisième enfin qui aura duré 22 mois, depuis Avril 1927 jusqu'au mois de Février 1929 : trois périodes durant lesquelles, la Banque n'a fait subir aucun changement à son taux d'escompte.

Le deuxième fait important, que l'on distingue immédiatement est constitué par la modération des taux pratiqués par la Banque d'Angleterre. Lorsqu'en juillet 1923, la Banque porte son taux de 3 à 4 %, ce n'est pas là une différence de niveau sensationnelle. L'année 1925 qui se distingue durant cette période de stabilité par quelques changements n'en compte cependant que quatre qui font passer le taux d'escompte par les niveaux suivants 5 %, 4 $\frac{1}{2}$, 4, 5. Ce sont là des oscillations modérées.

Nous nous trouvons donc en présence d'une politique tout-à-fait différente de celle qui avait été suivie avant la guerre. Or, nous savons que la Banque d'Angleterre gardienne du stock d'or monétaire de la Grande Bretagne eut après la guerre à faire face non seulement aux mêmes causes d'affaiblissement du change, mais encore à d'autres difficultés résultant de la lutte qui s'est engagée entre les Banques d'émission, poursuivant, chacune, le renforcement de son encaisse.

Plusieurs problèmes se posent à nous, que nous devons tâcher de résoudre. Nous devons nous demander d'abord « comment » la Banque est parvenue à atteindre ce double but : la modération et la stabilité de son taux d'escompte. Ensuite, nous devons nous demander « pourquoi » elle a agi de la sorte.

CHAPITRE III

Intervention de la Banque d'Angleterre sur le marché Monétaire

**Avant la guerre les opérations sur le marché libre
étaient au service du change**

Nous avons enregistré que durant les trente années qui précédèrent la guerre le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre avait subi des oscillations continuelles et considérables.

Après la guerre, une observation générale se dégage des variations du taux d'escompte de la Banque : la stabilité et la modération de ce taux.

Il ressort donc de la comparaison des faits, que la politique suivie par la Banque d'Angleterre après la guerre diffère de celle d'avant guerre. Dans chaque pays, la Banque Centrale — en Grande Bretagne la Banque d'Angleterre — a une mission essentielle à remplir, celle de surveiller le mouvement des changes étrangers. Sous le régime de l'étalon-or dire que le change monte — par exemple pour la Grande-

Bretagne, le change français — jusqu'au point de sortie de l'or, cela revient à dire que lorsque le point de sortie est atteint, il devient plus avantageux pour un débiteur anglais d'expédier de l'or à son créancier français donc de supporter les frais de transport, d'assurance, de perte d'intérêts, plutôt que de payer directement (devises contre devises) en monnaie anglaise, la disposition d'une somme en monnaie française, à Paris par exemple. Mais cet or soit qu'il vienne du stock d'or monétaire détenu par la Banque d'Angleterre, soit qu'il provienne de l'encaisse d'une grande banque de dépôts (en fait aujourd'hui, toute banque de dépôts britannique détenant de l'or est tenue d'apporter cet or à la Banque d'Angleterre à partir d'un certain minimum) expédié à l'Etranger en règlement d'une dette internationale diminue d'autant le stock d'or monétaire détenu par le système bancaire de la Grande Bretagne et partant sa capacité de prêt.

Le moyen employé par toute banque centrale pour retenir l'or, pour défendre son encaisse, est d'élever son taux d'escompte. Les capitaux disponibles sur les places étrangères, attirés par une rémunération plus forte se portent alors vers la place où la hausse du taux vient d'être effectuée. D'autre part, en ce qui concerne spécialement le marché londonien, la hausse du taux de l'escompte diminue l'activité du marché des acceptations. Le montant des crédits à court terme ainsi consentis à l'étranger par la Cité diminue. Cette double conséquence de la hausse du taux de la Banque a pour ré-

sultat de rendre le change favorable. La Banque a ainsi rempli sa mission de gardienne du stock d'or monétaire du pays. C'est la raison pour laquelle, nous avons constaté de si fréquents changements dans la fixation du taux de l'escompte avant la guerre.

Mais nous avons étudié l'énorme développement pris par les banques de dépôts anglaises, les Joint Stock Banks. Avant la guerre, la circulation des billets et des espèces se chiffrait environ par 150 millions de livres (28 millions de billets de la Banque d'Angleterre et 122 millions de pièces d'or). Or, les dépôts de l'Angleterre et du pays de Galles atteignaient 800 millions de livres, dont plus de la moitié était concentrée par les Big five. Ces chiffres montrent la puissance acquise par le système bancaire britannique dès avant la guerre. De cette puissance, découlait une indépendance relative des banques de dépôts à l'égard de la Banque Centrale. Nous savons que le taux des dépôts (servi par les Joint Stock Banks à leurs déposants) le taux de l'argent au jour le jour (payé par les brokers aux banquiers) suivent le taux officiel de la Banque d'Angleterre. Mais ce lien existant entre ces taux et celui de la Banque est volontairement établi d'un commun accord par les directeurs des London Clearing Banks.

Il pouvait donc arriver, dans certains cas, que les banques de dépôts ne se croient pas obligées de suivre la Banque d'Angleterre dans une politique d'argent cher. La Banque

ayant la mission de défendre son encaisse or relevait son taux d'escompte. Mais il pouvait se produire que les banques de dépôts fassent vis-à-vis d'elle preuve d'une certaine indépendance. Se basant sur les possibilités de crédit dont elles disposaient, par suite de l'extension du système des dépôts, les banques continuaient à alimenter le marché de l'escompte à un taux maintenu bas, comparé au taux officiel.

Ainsi l'activité du marché de l'escompte ne se voyait en rien entravée par la hausse du taux de la Banque d'Angleterre. Les crédits d'acceptations renouvelés journellement dans leur intégralité, maintenaient l'endettement de Londres vis-à-vis de l'étranger : l'amélioration du change, visée par la banque centrale n'avait donc aucune raison de se produire. Donc, si la Banque d'Angleterre n'avait pas eu un moyen à mettre en action, à sa disposition, pour rendre effective la hausse de son taux, cette hausse, par suite de l'abondance monétaire de Londres, pouvait rester platonique.

Quand l'argent est rare sur le marché londonien, nous savons que ce sont les brokers qui en supportent la conséquence. Si pour une raison quelconque, les banques de dépôt ont à craindre une restriction monétaire, elles ne renouvellent pas intégralement, aux bill-brokers, les prêts au jour le jour. L'offre de monnaie est moins grande. Les brokers se voient obligés de ralentir leurs affaires ; sinon ils devraient faire appel à l'aide temporaire de la Banque d'Angleterre. De deux choses, l'une : ou les brokers ralentissent d'eux-mê-

mes leurs affaires, ou ils devront faire appel à la Banque d'Angleterre. Celle-ci ayant relevé son taux d'escompte, les brokers pour ne pas perdre d'argent sont obligés de relever également le taux du marché : le market rate. A une hausse du market rate, succède un ralentissement des acceptations. L'endettement de Londres diminue : le change redevient favorable. Ainsi le but recherché par la Banque d'Angleterre est atteint.

Pour arriver au résultat recherché, le point de départ se tient dans la diminution de la capacité de prêt des banques de dépôts. C'est parce que les banques ont moins de crédit à octroyer au jour le jour au marché des acceptations, que celui-ci est obligé d'entrer dans les vues de la Banque d'Angleterre. Or, dès avant la guerre, la Banque d'Angleterre avait le moyen d'agir sur la capacité de prêt des banques de dépôts ; elle intervenait déjà en achetant et en vendant des titres. Elle intervenait, soulignons-le, souvent dans le sens de la diminution, mais aussi dans celui de l'augmentation du potentiel de crédit du système bancaire.

Bien que la Banque d'Angleterre n'ait jamais donné aucun éclaircissement sur le genre de titres employés dans ces interventions, nous pensons que la Banque s'est de tous temps — et encore aujourd'hui — principalement servie des Bons du Trésor. Mais ces opérations peuvent également porter sur des consolidés, des obligations du trésor (Treasury Bonds) et sur les titres des différents emprunts. Quand les

changes étaient défavorables, elle vendait des titres pour retirer des billets. Dans le cas contraire, elle en achetait pour augmenter leur montant; mais la Banque intervenait principalement pour agir dans un sens : diminuer le potentiel de crédit des banques; elle pratiquait surtout la vente de titres pour retirer des billets. La politique des opérations sur le marché libre était au service de la défense du change.

Avant la guerre, il y avait en Grande-Bretagne un écart important entre le taux officiel de la Banque d'Angleterre et le taux du marché. Cet écart était en moyenne de 1 % à 1 $\frac{1}{2}$ %. Les opérations sur le marché libre avaient alors pour but essentiel d'assurer l'efficacité du taux de l'escompte de la Banque d'Angleterre. L'effet produit sur le potentiel de crédit des banques par la vente de titres effectuée par la Banque d'Angleterre, se résume très simplement à ceci. L'encaisse des banques de dépôts est constituée pour environ 50 % par le solde à la Banque d'Angleterre. Prenons un bilan simplifié du département de banque.

DÉPARTEMENT DE BANQUE

Compte courant des Banquiers : 30. Effets publics : 20.

Le bilan simplifié des London Clearing Banks se présente ainsi pour les années précédant la guerre :

Dépôts	600	Encaisse	60
		Effets	125

Ratio de l'encaisse aux dépôts : 10 %

La Banque d'Angleterre vend pour cinq millions d'effets publics ; l'opération revient à débiter le solde des banquiers ; l'encaisse baissera, la ratio sera plus faible que précédemment. Les bilans seront devenus :

DÉPARTEMENT DE BANQUE

Compte courant	Effets publics.....	15
des Banquiers ...	25	

LONDON CLEARING BANKS

Dépôts..... ..	600	Encaisse.....	55
		Effets.....	130

Ratio de l'encaisse aux dépôts : 9,16 %.

Le potentiel de crédit du système bancaire se trouve ainsi diminué.

Telle était la politique suivie avant la guerre par la Banque d'Angleterre, pour rendre effectif son taux d'escompte et remplir avec succès la mission qui lui était confiée de défendre le change.

Ce procédé des ventes de titres était critiqué par les économistes. M. Ansiaux, pour assurer l'efficacité du taux officiel, préconisait la tarification du taux de l'argent à court préavis, par entente des banques de dépôts ; en vertu de cette entente, les banques ne prêteraient pas aux brokers au-dessous d'un taux minimum (1 % au-dessus du taux des dépôts). Withers préconisait la publication mensuelle, par les Joint Stock Banks, de leur bilan : ceci afin de s'assurer que la proportion de leur encaisse à leurs exigibilités ne saurait

être abaissée au-dessous d'un certain minimum. Mais ces deux suggestions ont été depuis appliquées. Cependant, le contrôle moral du public n'est pas suffisant pour freiner le désir des banques d'octroyer facilement du crédit.

§ 2. — Depuis la guerre la Banque d'Angleterre intervient pour assurer la stabilité du marché monétaire

La modération et la stabilité du taux officiel, depuis la guerre, dénotent de la part de la Banque d'Angleterre l'intention de poursuivre une politique nouvelle. Dans les parties suivantes, nous en chercherons les raisons. Nous devons voir maintenant comment en présence des mêmes difficultés qu'avant guerre, elle a réussi à maintenir son taux à la fois stable et modéré. Avant la guerre, la méthode des opérations sur le marché libre n'était pas entrée dans les mœurs. Aujourd'hui encore, certains la considère comme une intervention arbitraire dans le jeu de la loi de l'offre et de la demande. D'ailleurs, l'« Open market policy » est qualifié de méthode du financement occulte ou de « la main cachée » (hidden hand).

La politique d'avant guerre consistait, nous l'avons vu, à agir sur le potentiel de crédit du système bancaire, pour rendre les hausses du taux officiel effectives et obliger le marché à suivre la Banque, dans la voie de l'argent cher, afin de diminuer l'endettement de Londres et de provoquer le redressement du change. Nous avons noté, pour la période d'avant

guerre, un écart moyen entre le taux du marché et le taux officiel de 1 à 1 $\frac{1}{2}$ %. L'écart moyen s'est tenu, depuis la guerre, au-dessous de $\frac{1}{2}$ %. Ainsi le market rate est presque collé au Bank rate. D'autre part, le taux officiel fut toujours modéré depuis la guerre ; nous avons relevé également sa grande stabilité. Chaque fois que la Banque a été appelée à relever son taux, le taux du marché était déjà très près du taux officiel. Elle a toujours retardé le plus possible l'élévation de son taux. Des ventes de titres préliminaires, qui auraient été effectuées dans le but de rendre effective une hausse du taux officiel, n'auraient donc pas été justifiées.

Ainsi au cours de ces dernières années, le taux d'es-compte officiel a été effectif sans qu'une intervention de la Banque par des ventes de titres ait été nécessaire. Et cependant, si nous observons dans le bilan de la Banque d'Angle-terre, les postes « government securities » et « other securi-ties », les variations de ces deux postes nous amènent à conclure que la Banque depuis la guerre s'est livrée à des achats et des ventes de fonds d'Etat et d'autres valeurs. Dans quel but ?

Voici un tableau éloquent de l'action de la Banque sur le marché monétaire. Ce tableau se rapporte à la période qui s'est écoulée de juin à octobre 1929.

Année 1929	Billets émis		Encaisse-or département de l'Emission	Réserve département de Banque	Postes « Gouvert » et « other » Sécurés département de Banque	Taux officiel
	Ds. les mains du public	Ds. le départ. de Banque				
Juin 12	362	62	169	62	62	5 ½
Juill. 10	368	45	154	45	82	5 ½
Août 14	370	28	139	28	103	5 ½
Sept. 11	365	31	136	31	102	5 ½
Sept. 25	361	30	131	0	94	5 ½
Oct. 2	363	25	129	25	103	6 ½
En millions de £						

On voit parfaitement l'effet produit par l'action de la Banque pour éviter la contraction du crédit et la hausse du taux de l'escompte.

Au lieu que corresponde aux sorties d'or, une contraction du crédit, nous voyons que le montant des billets en circulation (dans les mains du public) reste le même. C'est la réserve du département de banque qui supporte lourdement les effets des sorties d'or. Le montant de l'encaisse-or, détenu par le département de l'émission, diminue également. Mais du fait de la division de la Banque en deux départements, c'est la réserve du « Banking » qu'il importe de considérer.

Avant la guerre, c'est son montant qui indiquait automatiquement le potentiel de crédit du système bancaire anglais ;

le changement de politique est par conséquent parfaitement illustré par ce tableau. La Banque se croit en devoir et en mesure d'octroyer au marché le même crédit. Avec tenacité, nous la voyons poursuivre ses achats de titres. Son portefeuille de juin à octobre passe de 62 millions de Livres à 103 millions. Si la Banque n'était pas intervenue en achetant des titres, les sorties d'or auraient fait sentir leur action sur le volume du crédit de la façon suivante.

Le client d'une banque de dépôts vient retirer des espèces aux guichets de cette banque, pour aller ensuite chercher de l'or à la Banque d'Angleterre. L'encaisse de la banque de dépôts diminue; et par conséquent son potentiel de crédit également; ou bien, le client de la banque de dépôts reçoit un chèque sur la Banque d'Angleterre : le solde de la banque de dépôts à la Banque d'Angleterre diminue; son potentiel de crédit diminue en même temps.

En achetant des titres à la banque de dépôts, qui a subi le retrait de fonds, la Banque crédite son solde; c'est par le retour de l'encaisse à son niveau antérieur que la ratio de la banque de dépôts retrouve son niveau minimum. Si la Banque d'Angleterre n'était pas intervenue, la ratio aurait été ramenée à ce niveau, par la diminution des exigibilités de la banque de dépôts qui n'aurait pas renouvelé intégralement ses prêts au jour le jour aux brokers. L'intervention de la Banque d'Angleterre a donc empêché que cette contraction se

produise. Elle a rendu service à la banque de dépôts et aux brokers, surtout.

Notre intention est d'exposer ici quelle fut la politique de la Banque d'Angleterre durant ces dernières années, et en quoi consiste le changement de cette politique comparée à celle d'avant-guerre.

Au point de vue des répercussions de cette politique, nous renvoyons le lecteur au cinquième paragraphe du chapitre III de la troisième partie (p. 133) auquel nous consacrons quelques développements à la discussion de cette politique.

Nous avons vu avec quelle tenacité la Banque, de Juin à Octobre 1929, a poursuivi ses achats de titres. Son portefeuille de titres est passé de 62 à 103 millions en quatre mois. Enfin, durant ces quatre mois, le taux officiel est resté à 5 $\frac{1}{2}$ %. Le 2 octobre seulement, il est porté à 6 $\frac{1}{2}$ %. A ce moment, le taux du « Call money » à New-York était de 10 %. Le taux officiel à Berlin de 8 %.

Les opérations sur le marché libre utilisées comme instrument de neutralisation des entrées et des sorties d'or ne sont plus au service de la hausse du taux de l'escompte. Elles ont, au contraire, essentiellement pour but d'éviter des modifications du taux de l'intérêt et du volume du crédit. Elles réalisent le vœu de la doctrine du taux stable. Nous avons vu plus haut l'importance prise sur le marché monétaire par les Treasury Bills. Le montant des bons du Trésor se tient en

moyenne aux environs de 600 millions de livres, depuis 1925.

Le Trésor a trouvé deux avantages à arrêter, à partir de 1925, la politique de consolidation des bons à court terme. Etant donné que le crédit du Trésor est incontestable, les Treasury Bills se traitent au plus bas des taux du marché monétaire : au taux des Bank Bills. Même les bons du Trésor se traitent parfois à un taux meilleur encore, car il est de coutume à Londres, pour les banques de dépôts, de pouvoir revendre les bons du Trésor qu'elles ont en portefeuille, lorsqu'elles veulent renforcer leur encaisse ; tandis que les usages interdisent aux banques de dépôts de faire réescompter leur portefeuille d'acceptations.

Ainsi le Trésor emprunte aux meilleures conditions du marché. S'il devait emprunter pour plusieurs années il paierait bien plus cher. C'est là le premier avantage que le Trésor a trouvé à conserver ce montant de 600 millions de livres de bons en circulation. Le deuxième avantage découle de la collaboration que peut apporter le Trésor à la Banque d'Angleterre, pour le contrôle du marché monétaire. Cette conséquence de la conservation d'un montant important de bons du Trésor nous intéresse ici particulièrement.

Chaque semaine, le vendredi, le Trésor, par l'intermédiaire de la Banque d'Angleterre, reçoit les soumissions des acheteurs. Ces acheteurs (1) — vu les conditions à remplir —

(1) Voir plus haut page 51.

sont les banques de dépôts. Le montant moyen de bons alloué chaque semaine est de 40 millions de livres. Il s'agit donc d'un montant important. Telle semaine, le Trésor allouera 35 millions ou 40, ou 45. Le total des demandes effectuées par les banques de dépôts dépasse presque toujours le montant offert par le Trésor. Supposons que telle semaine, 35 millions de bons arrivent à échéance, et que la même semaine le Trésor alloue un montant de 45 millions. Le montant des bons vendus dépasse de 10 millions de Livres celui des bons arrivant à échéance. Le solde des banques de dépôts à la Banque d'Angleterre diminue d'autant. Car les banques vont payer le Trésor par un chèque sur la Banque d'Angleterre. Ainsi la ratio des banques a diminué et par conséquent leur potentiel de crédit.

Ainsi, ces soumissions hebdomadaires de bons du Trésor constituent pour la Banque une collaboration efficace pour l'aider à conserver le contrôle et à assurer la stabilité du marché monétaire.

La politique poursuivie ces dernières années par la Banque d'Angleterre a été de dominer les mouvements d'or. Le stock d'or est maintenant concentré entièrement entre les mains de la Banque. Le public ne possède plus le droit, soit d'avoir de l'or monnayé en « souverains », soit d'obtenir des souverains en échange de billets. Cette mobilisation de l'or rend effectives toutes les disponibilités, en les réservant pour les échanges internationaux.

TROISIÈME PARTIE

Le changement de la politique suivie par la Banque d'Angleterre depuis la guerre et ses raisons

CHAPITRE PREMIER

Le mouvement doctrinal depuis la guerre

Nous venons d'étudier en quoi consiste le changement de la politique pour suivie par la Banque d'Angleterre depuis la guerre. La Banque, durant ces dernières années, a cherché à maintenir la stabilité du marché. Elle a visé à n'avoir à manier son taux d'escompte que le moins souvent possible. Nous avons vu qu'après comme avant la guerre, le procédé employé par la Banque, lorsqu'elle intervient sur le marché, est toujours constitué par les achats et les ventes de titres.

Ce sont l'esprit et le but de l'intervention qui ont changé. Dans le fonctionnement de ce mécanisme, nous avons enfin observé l'aide apportée à la Banque depuis la guerre par l'importance du montant des bons du Trésor.

Les achats de titres, lorsque l'or est exporté, empêchent

une tension du taux privé et dispensent le marché d'emprunter à la Banque d'Angleterre. Les ventes de titres, quand l'or afflue, préviennent un fléchissement du taux du marché et un accroissement de l'endettement vis-à-vis de l'étranger, lequel ne manquerait pas d'amener plus tard des exportations de métal.

Telle est la politique suivie ces dernières années par la Banque.

En Angleterre, où le réescompte est tout à fait insuffisant pour donner au marché les ressources nécessaires, les opérations sur le marché libre effectuées par la Banque sont tout à fait indispensables pour donner au mécanisme du crédit la souplesse et l'élasticité nécessaires.

Cette politique du taux stable est nouvelle et contraste avec celle d'avant guerre qui consistait à appuyer et à rendre effective toute hausse du taux officiel. Il nous faut maintenant étudier les raisons, le « pourquoi » de ce changement de politique.

Avant la guerre, toute sortie importante d'or était suivie d'une hausse du taux de l'escompte. Au cas où elle n'aurait pas été effective, cette hausse était accompagnée de ventes de titres. Lorsque le change était redevenu favorable, le taux était manié dans le sens de la baisse ; c'est le culte de l'encaisse-or, de la proportion de cette encaisse-or aux engagements qui régnait avant-guerre.

A la religion de la ratio, des économistes tels que Fis-

her, Keynes, Cassel proposent de substituer d'autres buts. Ces économistes ont été impressionnés par les répercussions que ne manque pas d'avoir une valeur instable de la monnaie.

Pour démontrer à quel point l'instabilité de la valeur de la monnaie augmente ou rétrécit les créances et les dettes, fausse les contrats, cela sans même que les intéressés s'en aperçoivent (ce qui peut avoir pour résultat de faire croire à un homme d'affaires qu'il réalise des bénéfices, alors que son entreprise peut se trouver en perte), Irving Fisher illustre sa pensée par de nombreux exemples. Voici notamment un passage de son ouvrage « L'Illusion de la monnaie stable » (p. 19) :

« Une Américaine devait de l'argent sur une hypothèque en Allemagne. Vint la guerre mondiale. Pendant deux ans, plus de communications avec ce pays. Elle s'y rendit après la paix, avec l'intention de payer son hypothèque. Elle avait toujours pensé à sa dette comme à une dette de 7.000 dollars. C'était en droit une dette de 28.000 marks exprimée en argent allemand. Arrivée chez le banquier qui s'occupait de cette affaire, elle lui dit : Je désire payer cette hypothèque de 7.000 dollars.

— Le montant, répondit-il, n'est pas de 7.000 dollars, mais de 28.000 marks; cette somme fait aujourd'hui à peu près 250 dollars.

— Oh ! dit-elle, je ne veux pas tirer profit de la baisse du mark; j'insiste pour payer 7.000 dollars.

« Le banquier ne pouvait comprendre ; il montrait qu'en droit le paiement de 7.000 dollars n'était pas nécessaire, les scrupules de la bonne dame lui échappaient.

« En fait, d'ailleurs, elle-même ne tenait pas compte d'un changement de même nature, bien que d'importance moindre de la valeur du dollar. Elle pensait en dollars, comme le banquier pensait en marks. Elle insistait pour payer 7.000 dollars, au lieu de 250, mais elle se fut rebiffée si on lui avait dit que le dollar aussi avait baissé et que l'équivalent, en pouvoir d'achat, de la dette originaire n'était pas 7.000, mais 12.000 dollars, et que le paiement qu'elle avait à faire était donc de cette dernière somme. C'est elle, alors, qui n'eût pas compris ».

Quand les prix s'élèvent, c'est l'obligataire qui s'appauvrit. Il peut aussi arriver au producteur de ne réaliser que des bénéfices apparents et de subir des pertes réelles ; car il peut lui arriver de vendre ses produits au-dessous de leur coût de remplacement. Les individus cessent d'épargner, car ils veulent dépenser aujourd'hui une monnaie qui aura un moindre pouvoir d'achat demain. Désordre social, désordre moral : voilà le résultat d'une monnaie instable. Donc, la monnaie doit être « dirigée » avec le dessein d'obtenir la stabilisation des prix.

Pour les partisans de cette politique, les prix sont instables, parce que nous identifions la valeur de l'unité moné-

taire à un certain poids d'or. Nous nous servons d'une unité de poids pour mesurer la valeur.

« Oui, notre dollar de poids fixe, écrit Irving Fisher, est aussi médiocre dans son rôle de dollar stable que pourrait l'être un poids fixe de cuivre, un métrage fixe de tapis ou un nombre fixe d'œufs. Supposons que, par définition, un dollar soit une douzaine d'œufs : le prix des œufs sera nécessairement et toujours d'un dollar la douzaine. Mais comme l'offre et la demande des œufs continueront à agir, si un jour, par exemple, les poules cessent de pondre, le prix des œufs restant stable, c'est le prix de presque toutes les autres marchandises qui baissera. Un œuf en achètera davantage. Et cependant, à cause de l'illusion de la monnaie, nous ne soupçonnerons même pas que la baisse des prix soit dûe aux poules.

Mais alors, si le dollar n'est pas fixé en poids, en quoi peut-il l'être ? En pouvoir d'achat, évidemment (I. Fisher « L'illusion de la monnaie stable », p. 25).

Que propose Fisher ? La circulation sera composée de certificats de dollars-papier. Ce dollar-papier représentera l'unité monétaire. D'après la comparaison établie entre un certain poids d'or, d'une part ; et, d'autre part, ce que représente ce poids d'or en blé, en bœufs, en charbon, en coton, en pétrole, etc... le Gouvernement établira le poids en or du dollar-papier : si, à un moment donné, un certain poids d'or représente un peu moins de coton, de pétrole, de blé, etc...

on augmentera officiellement le poids en or du dollar-papier. Si l'or au contraire achète plus de blé, de coton, de pétrole, de charbon, etc..., on diminuera le poids en or du dollar-papier. Ainsi ce dollar-papier qui sera lui, l'unité monétaire, achètera toujours la même quantité de marchandise, la stabilité des prix sera assurée.

« Selon le plan proposé (1) écrit Irving Fisher, par divers économistes et par moi-même, le Gouvernement se bornerait à changer de temps en temps le poids du dollar. Ainsi l'or suivrait librement sa valeur naturelle, comme il le fait aujourd'hui ; mais la valeur du dollar, elle, serait maintenue constante ».

Mais ce système comporte une difficulté d'application insurmontable : la fixation deux fois par mois du poids d'or que représentera le dollar-papier. Même à supposer que cette fixation soit établie par le Gouvernement, ce ne sont en définitive que des hommes, avec leurs qualités et leurs défauts, qui auront à remplir cette mission. Il est impossible d'assurer que les hommes qui auront à établir le poids en or du dollar-papier ne se serviront jamais de leur pouvoir pour en tirer profit.

Keynes recommande également aux gouvernants de se préoccuper d'abord de la stabilité des prix. Voici en quels termes il expose et motive sa pensée (2) : « Il n'est ni pru-

(1) FISHER. L'illusion de la monnaie stable, page 133.

(2) KEYNES : La réforme monétaire, p. 35.

dent, ni loyal, de laisser aller de pair l'organisation sociale établie au cours du XIX^e siècle et une politique monétaire « d'indifférence ». Il n'est pas vrai que les dispositions que nous avons prises jadis aient bien fonctionné. Si nous voulons continuer à convertir les économies volontaires de nos semblables en « placements », il faut que la stabilisation de l'étalon des valeurs qui sert à mesurer ces placements devienne la préoccupation essentielle de la politique de l'Etat ».

Keynes, qui après le vote et la mise en vigueur du « Gold Standard Act de 1925 » se ralliera à l'étalon-or (en critiquant d'ailleurs le niveau choisi), écrivait en 1924 (3) : « En vérité, l'étalon d'or est déjà une relique barbare. Tous, depuis le Gouverneur de la Banque d'Angleterre, nous sommes intéressés au maintien de la stabilité du commerce, des prix et du travail ; nous sommes peu disposés, si nous devons choisir, à sacrifier des avantages sociaux au dogme désuet qui eut jadis sa valeur de : £ : 3, 17, 10 $\frac{1}{2}$ par once ».

D'autre part, Hawtrey n'est favorable au rétablissement de l'étalon or que « si l'on prend des dispositions concernant les difficultés du futur pouvoir d'achat de l'or ». Il attend beaucoup « de la pratique d'une coopération constante entre les banques d'émission ». « Or, il n'est pas facile, dit-il, de mettre en mouvement l'action internationale. Si l'on échouait, le plus sage, pour le présent serait de s'attacher à la stabili-

(3) KEYNES : La réforme monétaire, p. 198.

sation de la monnaie évaluée en marchandises, plutôt que de lier la monnaie à un métal dont les fluctuations ne sont pas prévues (4) ».

Reproduisant ce passage de l'ouvrage de M. Hawtrey, M. Keynes en tire spirituellement la conclusion suivante : « Il est naturel, en présence d'une pareille défense, de se demander s'il est le moins du monde utile de se préoccuper de l'or. M. Hawtrey ne refuse pas le secours évident qu'apporte à sa thèse la force des traditions et des sentiments qui font que les Anglais préfèrent priver un souverain de sa puissance que de sa tête » (5).

En ce qui concerne les critères, autres que les variations de prix, qui pourraient déterminer l'intervention des autorités, « l'état du marché du travail (6), écrit Keynes, le volume de la production, les demandes de crédit adressées aux banques, le taux de l'intérêt des valeurs de divers ordres, l'importance des nouvelles émissions, la masse d'argent liquide en circulation, les statistiques du commerce extérieur et le cours des changes, tout cela doit être pris en considération. Le point essentiel est que l'objectif que les autorités doivent poursuivre, avec tous les moyens dont elles disposent, soit la stabilité des prix ».

Ainsi, ces théories proposent comme tâche principale aux

(4) HAWTREY : *Monetary reconstruction*, p. 132.

(5) KEYNES : *La réforme monétaire*, p. 199.

(6) KEYNES : *La réforme monétaire*, p. 214.

banques centrales, la stabilisation des prix. Les banques ne doivent pas s'alarmer des mouvements de leur encaisse. L'or doit servir principalement désormais à régler les soldes des transactions internationales. Il a une mission extérieure. Il ne doit plus servir de régulateur au volume de la monnaie, qui doit être adapté, dans chaque pays, aux besoins du commerce et de l'industrie.

Mais cependant, l'adhésion à l'étalon-or entraîne des limitations très sérieuses à la libre administration du crédit d'une banque centrale. C'est ce que constate le Professeur Rist « les banques d'émission ont deux grandes fonctions : Une fonction monétaire et une fonction de crédit. Les procédés qui ont pour but de ramener une banque d'émission à sa fonction monétaire ont aussi pour effet de restreindre sa fonction de crédit ; et inversement les procédés, par lesquels la fonction de crédit se développe, souvent menacent l'exécution de sa fonction monétaire (7) ». En un mot, la défense de l'encaisse et la stabilité du crédit sont deux fonctions antagonistes.

Avant la guerre, une longue période de paix et d'expansion économique avait fait passer au premier plan la fonction de crédit et cependant le maniement du taux de l'escompte était principalement effectué dans le but de défendre l'encaisse. C'est bien ce que nous avons observé pour la Banque

(7) RIST : Cours de Doctorat, 1930-31.

d'Angleterre. La guerre a remis au premier plan la fonction monétaire des banques centrales; en Grande Bretagne, dès l'étalon-or rétabli, nous avons vu que la stabilité du crédit était devenue la préoccupation principale de la Banque d'Angleterre. Cette diminution du culte de la proportion, de la part de la Banque d'Angleterre, est due en partie au mouvement d'opinion créé par la mise en circulation des théories nouvelles.

D'ailleurs la politique de la Banque est beaucoup plus faite de décisions d'opportunité qu'elle ne témoigne d'une ligne de conduite nettement déterminée; car elle navigue entre les difficultés du change et les intérêts de l'industrie et du marché monétaire. Et si la Banque a recherché la stabilité monétaire et s'est quelque peu dégagée des exigences de la ratio, elles s'est également préoccupée du point de vue du change; toutefois elle n'a pas toujours veillé sur le change avec toute la vigilance que l'on attendait d'elle. Elle eut même à différentes reprises une politique audacieuse pour neutraliser l'effet, sur le volume du crédit, de sorties d'or. En 1931, elle n'a sans doute pas fait tout ce qui était en son pouvoir pour s'opposer à la marche des événements qui ont conduit à l'inconvertibilité de la Livre.

Mais si la position de la Banque, depuis 1925, fut souvent délicate, les difficultés n'ont pas été créées par le principe même du fonctionnement de l'étalon-or. Pour l'Angleterre, il y a une crise spéciale au sein de la crise générale.

Le jour où l'industrie britannique fonctionnera avec un outillage mieux adapté aux conditions de la technique moderne ; où elle aura un fardeau moins lourd d'impôts (allègement de la dette intérieure par suite de la dévalorisation de la livre) ; où par suite d'une amélioration de sa balance des comptes, d'une diminution des engagements de la place de Londres (la Cité devra se résoudre à pratiquer une politique de prêts à long et à court terme à l'étranger moins audacieuse) ; le jour où pour toutes ces raisons, la tension des changes étrangers n'existera plus, alors la stabilité du taux de l'escompte sera facile à obtenir. Il lui sera plus aisé d'arriver au maintien de la stabilité monétaire, son contrôle sur l'offre de crédit faite par le système bancaire sera plus facilement obtenu.

Mais il ne faut pas confondre le contrôle de la stabilité monétaire avec le maintien de la stabilité des prix.

La stabilisation des prix suppose que l'on exerce efficacement deux contrôles : un premier sur l'offre de crédit ; un second sur la demande de crédit. La Banque d'Angleterre contrôle assez étroitement le volume du crédit offert par le système bancaire. Mais elle est sans action sur la demande, effectuée par l'industrie et le commerce.

En période d'activité, la banque centrale peut freiner la production ; éviter à la production de prendre un caractère spéculatif et ainsi prévenir le retour des crises ou tout au moins en atténuer le caractère. Mais lorsque les prix auront

tendance à baisser, nous ne croyons pas qu'une augmentation de l'offre de crédit incite les entrepreneurs à une reprise des affaires, s'ils n'ont pas en vue des débouchés et ainsi les prix continueront à baisser. Dans une période de baisse des prix, si l'on se reporte à la formule quantitative :

$$\frac{MV + M' V'}{T} = P$$

l'augmentation de M et de M' sera sans action aucune sur P . L'erreur des partisans de la théorie quantitative, c'est de n'avoir admis que cette action de M sur P , c'est-à-dire de la circulation sur les prix. Le niveau des prix est commandé également par un autre facteur.

Pour le Professeur Von Wieser, l'importance, que tout acheteur attache aux unités monétaires dont il dispose, varie avec le nombre qu'il en possède. Il ne s'agit pas, bien entendu, du nombre d'unités monétaires possédées accidentellement à un moment donné et qui se trouvent dans notre caisse. Il s'agit du nombre d'unités monétaires qu'un individu peut dépenser pour vivre, pendant un laps de temps donné. Il s'agit du revenu dont il jouit.

La valeur que chacun donne à la monnaie dépend de l'utilité que l'on attache à la satisfaction du besoin auquel on affecte la dernière unité monétaire possédée. Le niveau des prix est surtout commandé par les oscillations que subit la somme totale des revenus des consommateurs.

En période de crise, les revenus diminuent, les consommateurs ont moins d'argent à dépenser : les prix baissent. Le

système bancaire pourra augmenter l'offre de crédit : personne n'en fera rien. « Si la tendance des prix est à la baisse (8), si le marché paraît engorgé de marchandises, ce n'est pas une réduction de 2 ou 3 % dans le taux d'escompte qui pourra réveiller l'esprit d'entreprise ». La stabilisation des prix comporte la combinaison de deux facteurs : contrôle de l'offre de crédit ; contrôle de la demande de crédit. La Banque d'Angleterre est bien outillée pour le premier, non pour le deuxième. Le niveau des prix est moins influencé par le volume de la circulation qu'il ne l'est par l'ampleur de la moyenne des revenus.

D'ailleurs les faits récents ont donné suffisamment de démentis à la théorie quantitative et au lien qu'elle établit entre la circulation et le niveau des prix (les mouvements du premier facteur commandant au second) pour qu'il soit clairement établi aujourd'hui qu'on ne saurait assurer la stabilisation des prix par la seule manipulation du volume de la monnaie et de celui du crédit octroyé. A cet égard, le Professeur Aftalion rapporte la déclaration suivante faite par M. Mellon « Les Federal Reserve Banks ne peuvent régler les prix ; elles peuvent agir sur le quantum des crédits distribués, et la réglementation des prix ne s'opère que dans la mesure où ils dépendent du crédit, mais ils dépendent aussi d'autre chose (9) ».

(8) AFTALION : Monnaie et Industrie, p. 108.

(9) AFTALION : Monnaie et Industrie, p. 101.

Le contrôle du crédit, que préconisent les théories que nous venons d'étudier, est un contrôle quantitatif.

Ces théories, nous l'avons montré, proposent de régler le volume du crédit, en se basant sur des indices généraux ; mais ces indices, qu'ils soient l'indice des prix, de la production ou de l'emploi, sont des moyennes, des abstractions, qui masquent la situation réelle particulière de chaque industrie.

Alors qu'une branche d'industrie donnée peut être dans le marasme, une autre, au contraire, peut avoir une activité fiévreuse ou spéculative. Donc, il conviendrait de traiter différemment les diverses branches de la production. « N'est-il pas absurde, en effet (10), écrit M. Ansiaux, d'appliquer indistinctement la hausse des taux de l'escompte à des industries qui sont stagnantes, parfois même aux prises avec certaines difficultés, et à des industries dont l'essor trop rapide est une menace de surproduction ».

« Partant de cette observation, nous préférons à la poursuite d'un nivellement de la moyenne des prix, l'application d'un traitement distinct à chaque industrie fondé sur la connaissance précise de ses conditions d'existence, sur ses besoins propres et sur la notion spécialisée de son état normal ».

« Aussi, doit-on se prononcer sans hésitation en faveur de taux d'escompte différentiels pour diverses branches de production ».

(10) ANSIAUX : R. E. P., 1928, p. 1.270.

Il s'agit alors du contrôle qualitatif du crédit.

Certes, de tous temps, il a existé un contrôle qualitatif du crédit, mais ce contrôle consiste pour les banques à examiner les garanties de solvabilité présentées par la valeur du papier et des titres offerts.

Les banques ne devraient-elles pas exercer un contrôle qualitatif d'un autre ordre ? Ce contrôle consisterait, pour la banque sollicitée, à tenir compte des conditions et des débouchés de la branche d'industrie du demandeur. Si celui-ci fait partie d'une branche où la production se trouve en suractivité, on lui appliquera un taux élevé. Ce que l'on demande aux banques, c'est qu'à côté de la personnalité du demandeur, elles prennent en considération des facteurs plus généraux.

Voici enfin, sur cette question du contrôle qualitatif du crédit, la pensée du Professeur Aftalion (11) : « Dans une période où l'essor de plusieurs industries commence de paraître excessif, et où la hausse de leurs prix semble exagérée, une action générale restrictive du crédit risque d'aggraver le sort d'autres industries, lesquelles souffrent, à ce moment, d'une réelle dépression, et on peut se demander si, en vue de la stabilité des prix, ce n'est pas une politique bancaire beaucoup plus subtile et nuancée qui sera préconisée un jour, politique visant à doser les crédits suivant l'état spécial de chacune des industries considérées, politique de spécialisation du crédit ».

(11) AFTALION : Monnaie et Industrie, p. 102.

CHAPITRE II

Le changement de politique du point de vue du marché des acceptations

La Politique de la Banque d'Angleterre depuis la Guerre consacre : 1° un affaiblissement du culte de la ratio ; 2° la recherche de la stabilité du volume du crédit octroyé. A plusieurs reprises, de 1925 à juillet 1931, lorsqu'il s'est produit des mouvements d'or, la Banque est intervenue, pour contrebalancer leur effet sur le volume du crédit, en achetant et en vendant des titres. Elle a suivi en cela la politique préconisée par M. Keynes, qui recommandait à sa sollicitude la stabilité du crédit avant celle du change.

La défense de l'encaisse or et celle du change, d'une part ; et la stabilité du crédit, d'autre part, constituent pour la Banque, deux fonctions antagonistes. Pour attirer l'or et rendre le change favorable, le meilleur procédé pour une banque centrale consiste à hausser son taux d'escompte.

En Grande-Bretagne, l'écart existant avant la guerre entre le taux du marché et le taux officiel obligeait la Banque à restreindre les disponibilités du marché monétaire en vendant des titres, pour rendre effective la hausse de son taux.

Le taux officiel a subi, avant la guerre, de nombreuses oscillations. Or, ce maniement fréquent du taux de l'escompte comporte des effets perturbateurs pour le marché national.

Pourquoi la Banque d'Angleterre n'hésitait-elle pas avant la guerre à faire subir ces effets au marché londonien, en poursuivant sa politique de stabilité du change ? Pourquoi après la guerre, et surtout à partir de 1925, ses efforts ont-ils tendu au contraire à amortir les effets qu'auraient eu, sur le volume et le prix du crédit, les mouvements d'or, si elle n'était pas intervenue sur le marché monétaire, soit en achetant, soit en vendant des titres pour prévenir toute contraction ou gonflement du crédit ?

Après la guerre, depuis 1925 surtout, la Banque d'Angleterre a eu la double préoccupation : 1° de maintenir stables les conditions du crédit ; 2° de fixer des taux aussi bas que possible.

Cette double préoccupation servait les intérêts du marché monétaire londonien et ceux de l'industrie britannique. Enfin, elle entraînait dans les vues du Trésor pour les soumissions de bons à court terme, d'une part ; d'autre part, cette politique est intervenue dans le but de favoriser les conditions de succès des différentes conversions de la dette intérieure qui ont été effectuées.

Nous étudierons dans ce chapitre la politique de la Banque, du point de vue du marché monétaire de Londres et plus spécialement de celui du marché des acceptations. De l'acti-

vité de ce marché, découle l'endettement temporaire de Londres vis-à-vis de l'étranger, ce qui a pour effet de rendre le change défavorable. La situation de la Cité comme prêteur à court terme du monde entier, le développement du mécanisme des acceptations ont été suscités par le développement commercial de Londres et la transformation de l'activité de certains marchands, de réputation mondiale — tels que les Schroder, les Baring — qui ont abandonné leur première fonction de commerçants pour s'adonner à celle qui consistait à joindre leur signature à celle du véritable débiteur. En acceptant de prêter sa signature tel commerçant par exemple la maison Baring est devenue « merchant banker ». Grâce à ces merchant bankers le marché monétaire de Londres, comme prêteur à court terme du monde entier, a pris une extension énorme. Malheureusement, nous n'avons pas de statistiques exactes. Alors qu'aux Etats-Unis, le Federal Reserve Board publie mensuellement des statistiques concernant les questions les plus variées; en Grande-Bretagne, la Banque d'Angleterre ne publie aucune statistique. Mais M. Vigreux s'est livré à un calcul intéressant en se basant sur le rendement de l'impôt du timbre auquel sont assujetties les acceptations. De ses calculs, il ressort les chiffres suivants que nous empruntons à son ouvrage (1).

Au 31 décembre de chacune des années qui suivent, le

(1) VIGREUX : *Thèse de Doctorat*, 1931.

volume en cours des acceptations négociées sur le marché de Londres fut (en millions de dollars) :

1903	500	1917	700
1904	525	1918	750
1905	535	1919	860
1906	570	1920	1100
1907	625	1921	1400
1908	650	1922	1220
1909	600	1923	1275
1910	625	1924	1325
1911	650	1925	1500
1912	700	1926	1475
1913	750	1927	1100
1914	800	1928	1125
1915	560	1929	1225
1916	500		

Par le mécanisme des acceptations, trois genres de transactions se trouvent financés par l'intermédiaire de Londres : une grosse proportion des exportations britanniques, une grosse proportion des importations britanniques; enfin, un montant assez important des transactions qui interviennent entre les autres pays du monde.

Avant la guerre, tous les pays finançaient leurs transactions internationales, par l'intermédiaire de Londres. Même les Etats-Unis se servaient de la Livre Sterling pour régler leurs importations. Ce fait était assez normal, puisqu'avant la guerre, les Etats-Unis étaient emprunteurs vis-à-vis des principaux états de l'Europe. C'est alors que nous allons com-

prendre l'opposition des deux politiques suivies par la Banque d'Angleterre quant à son taux d'escompte. Nous avons vu qu'avant guerre, le taux officiel était en moyenne manié plusieurs fois chaque année. Dans la période 1875-1900, la Banque d'Angleterre a modifié son taux d'escompte 167 fois, tandis que l'on ne note que 25 variations dans celui de la Banque de France. De 1906 à 1914, le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre a subi 68 changements. Les variations du taux de la Banque avant la guerre n'étaient pas seulement très fréquentes, elles étaient aussi très grandes. Lorsque le change devenait défavorable, et que la Banque craignait un drainage de son encaisse-or, elle haussait son taux d'escompte. Le volume des acceptations en cours diminuait temporairement mais le marché des acceptations reprenait son activité habituelle, dès que les conditions du crédit étaient redevenues plus faciles.

Depuis la guerre, Londres n'est plus le seul marché des acceptations. New-York depuis quelques années est devenu un grand centre d'acceptations. Avant la guerre, les Etats-Unis étaient débiteurs de l'Europe. Durant la guerre, les exportations américaines ont été formidables. Il en est résulté un gros excédent d'exportations sur les importations. Cet excédent a rendu les Etats-Unis créanciers de l'étranger. Le Federal Reserve Board, placé à la tête du Federal Reserve System, a tout de suite compris le parti qu'il devait tirer de cette situation. Les Banques de Reserve Federale se sont mi-

ses à acheter des acceptations, soit pour faciliter le commerce d'exportation et d'importation entre les Etats-Unis et les autres pays; soit pour faciliter le commerce entre pays étrangers. Les fonds des Banques de Reserve Federale servent ainsi à financer le commerce des principaux pays du monde. Cette intervention des Banques de Reserve Federale a été organisée pour supprimer toute limite à ce marché, pour que les vendeurs d'acceptations trouvent à chaque instant un acheteur.

Depuis la guerre par conséquent toutes les fois que le taux d'escompte de Londres se trouve supérieur au taux de l'escompte à New-York, les Banques de Reserve Federale permettent au marché monétaire américain d'entrer en concurrence avec Londres. Avant la guerre, l'élévation de l'escompte à Londres ne faisait pas courir à ce marché des risques considérables puisqu'il était le seul marché des acceptations. Tandis qu'aujourd'hui, deux pays étrangers ont la faculté, pour régler leurs transactions, de s'adresser à un autre marché.

Durant la guerre, l'impérieuse nécessité pour les nations belligérantes de se procurer des matières premières fut doublée d'un besoin non moins impérieux de crédits pour financer ces achats. Naturellement, c'est vers les Etats-Unis que les Alliés se sont tournés pour leur demander d'être leur banquier, alors qu'ils étaient déjà leur fournisseur. D'autre part, les difficultés monétaires qui suivirent la guerre n'épar-

gnèrent pas Londres. New-York s'est trouvé jusqu'en 1925 le seul grand centre ayant une monnaie saine et un marché libre de l'or. L'occasion était unique pour les Etats-Unis de développer leur marché d'acceptations : c'est ce que les dirigeants du Federal Reserve System comprirent admirablement. Le développement des acceptations de New-York nous est donné par les chiffres suivants, établis par l'American Acceptance Council. Il s'agit du volume en cours, au 31 décembre de chaque année. Les chiffres indiquent des millions de dollars. Raprochons-les des chiffres qui nous ont été fournis par les calculs de M. Vigreux, pour le marché londonien.

	Londres		New-York
1917.....	700	.....	400
1918.....	750	.....	600
1919.....	860	.....	850
1920.....	1100	.....	825
1921.....	1400	.....	575
1922.....	1220	.....	580
1923.....	1275	.....	600
1924.....	1325	.....	780
1925.....	1500	.....	775
1926.....	1475	.....	770
1927.....	1100	.....	950
1928.....	1125	.....	1100
1929.....	1225	.....	1350

New-York est désormais tout comme Londres un grand centre de financement du commerce international. L'on conçoit facilement que la Banque d'Angleterre ait cette redouta-

ble préoccupation de ne pas laisser se détourner de Londres, au profit de New-York, ce courant financier et de ne pas faire perdre, aux Maisons de Londres ce que les services qu'elles rendent représente pour elles de commissions et d'agios.

Mais cette situation de Londres a son revers pour la Banque d'Angleterre. En vertu des prêts consentis par Londres, le change britannique se trouve fréquemment défavorable. Il en est résulté de 1925 à 1931, de fréquentes sorties d'or. La comparaison entre l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre et le stock d'or monétaire concentré par le Federal Reserve System va nous faire voir la position délicate dans laquelle s'est trouvé l'Institut d'émission britannique.

Aux Etats-Unis les billets sont émis par le Gouvernement et remis au Federal Reserve System par les soins des Agents de Reserve Federale. Il existe un agent auprès de chacune des douze Banques fédérales de réserve. En échange des billets qu'il remet, le Federal Reserve Agent reçoit de l'or. Cet or est déposé à Washington dans les caves du Federal Reserve Board. Ainsi se trouve centralisé le stock d'or monétaire des Etats-Unis. Il s'élevait en 1925 à 4.399 millions de dollars; et en 1931, à 4.956 millions de dollars. Pour les mêmes années, l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre fut respectivement de 814 et de 800 millions de dollars. Or, le volume des acceptations financées par Londres fut en moyenne durant ces dernières années supérieur au volume des acceptations négociées à New-York.

Mais l'on a vu, à certains moments, la concurrence de New-York se faire sentir sous une forme extrêmement aiguë. Nous avons été conduits à rechercher de quelle importance furent les progrès réalisés par New-York dans le financement de chacun des trois genres de crédits : crédits d'exportations, d'importations ; financement des transactions, entre deux pays étrangers.

Les acceptations qui règlent les transactions entre deux pays étrangers — du point de la Grande Bretagne, comme du point de vue des Etats-Unis — par exemple, entre l'Italie et le Brésil, se déplaceront facilement d'un marché à l'autre, dès qu'il y aura intérêt pour un vendeur à tirer sa traite sur une maison d'acceptations de l'une plutôt que de l'autre place ; par exemple à New-York plutôt qu'à Londres dès qu'une traite tirée sur une maison d'acceptations de New-York s'escomptera à meilleur taux qu'une acceptation tirée sur une maison de Londres.

Un vendeur italien par exemple comparera le prélèvement que fera subir au montant de sa traite le taux d'escompte de chacune des deux places et spontanément s'adressera à l'une ou à l'autre suivant que le prélèvement sera plus ou moins petit. Or, pour les années 1928 et 1929, on constate une progression très nette du volume des acceptations, finançant les transactions entre pays étrangers, escomptées à New-York.

En millions de dollars

	1928	1929
Volume total des acceptations	1.100	1.350
Volume des acceptations finançant transac-		
tions entre pays étrangers	172	320
Proportion par rapport au volume total ..	16 %	23 %

Nous nous trouvons en présence non seulement d'une progression absolue, mais aussi d'une progression relative des acceptations, finançant le commerce étranger, escomptées à New-York, par rapport au volume total des acceptations traitées sur cette place. Pour ces deux années 1928 et 1929, on est en présence d'une progression très nette de l'activité de la place de New-York. Comme les chiffres pour Londres restent stationnaires, nous sommes en présence d'un détournement du courant des acceptations au profit de New-York. Or, nous avons vu d'autre part avec quelle fermeté avait du agir la Banque d'Angleterre, en achetant des titres, sur le marché monétaire en 1928, 1929 pour neutraliser, sur le volume et sur le prix du crédit, l'effet que n'auraient pas manqué de produire les sorties d'or si elle n'était pas intervenue. Cette politique a permis à la Banque de laisser son taux d'escompte à $4\frac{1}{2}$ en 1925, 1927 et 1928 et après l'avoir porté à $5\frac{1}{2}$ en Février 1929, de le maintenir à ce niveau jusqu'en Septembre, pour le porter temporairement à $6\frac{1}{2}$ et le ramener enfin à 5 en Décembre. Or, nous avons vu que de Juin à Octobre

1929, l'encaisse-or de la Banque avait diminué de 40 millions de Livres.

Si la Banque d'Angleterre a pris en mains, avec autant de fermeté, les intérêts du marché monétaire, elle a en retour exigé des brokers certaines concessions. Il existe à Londres une coopération efficace entre les divers échelons du système bancaire. La Banque a eu comme préoccupation de maintenir la stabilité du crédit et la modération de son prix, mais, si ses interventions n'avaient pas été effectuées en liaison avec les acteurs du marché monétaire, la Banque n'aurait pu conduire sa Politique avec la même continuité.

Le rôle de Londres de prêteur à court terme a, durant ces dernières années, pesé lourdement sur son change : ce qui a provoqué des sorties d'or. En les neutralisant, et en maintenant le prix du crédit, à un taux modéré, la Banque risquait d'entrer dans une voie sans issue. Car les conditions du crédit étant faciles, on ne voit pas de raison à ce que l'endettement de Londres n'ait pas continué à progresser et à provoquer de nouvelles sorties d'or. La coopération étroite qui existe à Londres entre les brokers et la Banque d'Angleterre a fourni à celle-ci la collaboration indispensable pour la poursuite de sa politique. Les effets heureux de cette collaboration sont les suivants : La Banque intervient, lorsqu'elle le juge nécessaire, sur le marché, en achetant des titres, pour prévenir toute contraction du crédit et tout renchérissement de son prix ; en contre-partie, les brokers acceptent de rallen-

tir leurs affaires, sur avis de la Banque. En agissant de la sorte, l'endettement de Londres comme prêteur à court terme, diminue. Chaque jour, un montant supérieur d'acceptations, arrivant à échéance, rend rapidement le change favorable. Les brokers ont su comprendre qu'il était de leur intérêt d'accepter spontanément de voir diminuer parfois leur bénéfice, pour que reste intact le prestige du marché monétaire londonien. Ils ont compris que la Banque agissait dans leur intérêt et à plusieurs reprises ils ont accueilli et suivi ses conseils avec beaucoup de discipline.

Les Joint Stock Banks au contraire, se sont conduites avec une certaine indépendance. L'on a vu par exemple durant l'année 1928, la Midland Bank poursuivre des achats d'or à l'étranger, dans le but d'élargir le volume du crédit, contre le gré de la Banque d'Angleterre. D'ailleurs, il s'agit d'un cas exceptionnel. Mais il serait souhaitable que les grandes banques de dépôts acceptent de suivre les suggestions de la Banque d'Angleterre, qui est l'établissement le plus qualifié pour discerner les moyens propres à servir les intérêts généraux du marché monétaire de Londres.

L'attitude de la Banque d'Angleterre (2), pendant l'été 1929, a reçu une approbation chaleureuse du Professeur Cassel (3) : « Il paraît incontestable que la Banque d'Angleterre a ainsi rendu au monde un grand service, car son exemple continuera vraisemblablement à être considéré universellement comme un modèle de saine politique bancaire ».

(2) Voir plus haut page 80.

(3) CASSEL : *Revue mensuelle de la Lloyds Bank*, mars 1930.

CHAPITRE III

Le changement de politique du point de vue de l'industrie

Nous allons étudier dans ce chapitre le second facteur qui a déterminé la Banque d'Angleterre, depuis la guerre, à poursuivre sa politique de stabilité du crédit et de modération de son prix.

§ 1^{er}. — Portée de la crise industrielle britannique avant la suspension de l'étalonor

Le nombre des chômeurs qui, en Grande-Bretagne n'est jamais descendu au-dessous de un million depuis 1923-24, fut en 1929 de un million et demi. En 1930, il a encore progressé et s'est tenu entre deux et deux millions et demi.

Le chiffre des exportations est tombé de 20 % en 1930 par rapport à 1929.

Le niveau moyen pour l'ensemble des cours des titres cotés à la Bourse, est tombé de 17 % en 1930. Il avait déjà subi une chute de 20 % en 1929.

L'index de la production dressé par le Board of Trade montre que le niveau de l'activité économique est de 10 %

plus bas en 1930 qu'en 1929. Les exportations de charbon qui étaient de 80 millions de tonnes en 1922, 1923, 1924 diminuent progressivement à partir de 1925. Elles sont de 55 millions en 1930.

Voici les chiffres de la balance commerciale :

EN MILLIONS DE LIVRES STERLING

	Importations	Exportations	Réexportations	Total exportations	Balance commerciale
1913	69	525	110	635	— 134
1920	1933	1334	223	1557	— 376
1921	1086	703	107	810	— 276
1922	1004	720	104	824	— 180
1923	1098	768	119	887	— 211
1924	1277	801	140	941	— 336
1925	1329	773	154	927	— 396
1926	1242	652	126	778	— 464
1927	1219	705	123	832	— 387
1928	1197	723	120	843	— 354
1929	1222	730	110	840	— 382
1930	960	564		564	— 396

Ainsi les importations grossissent. Les exportations restent stationnaires. Le pourcentage le plus important de chômeurs est enregistré dans les industries d'exportations : charbon, métallurgie, coton, laine.

La marine marchande est gravement touchée. En prenant l'année 1913 comme base = 100, le montant des frêts touchés en 1930 = 73.

Dans l'industrie du coton, les exportations de tissu passent de 3,8 milliards de yards en 1928; à 3,6 en 1929; et 2,4 en 1930.

« L'histoire des années 1924 à 1928 écrit M. Beckett (1) montre clairement que tandis que d'autres pays atteignaient un niveau moyen d'activité et de prospérité, la Grande-Bretagne, pour une raison ou pour une autre, se trainait derrière ses concurrents ».

§ 2. — Les cause du marasme industriel britannique

Après la guerre, un véritable instinct a poussé les gouvernants britanniques à soutenir leur monnaie nationale jusqu'à la ramener au pair. Le prestige et l'autorité de la place de Londres étaient, dans la pensée de la plupart des financiers anglais, liés au retour de la livre sterling au pair. Le change de presque toutes les monnaies est coté en livres, parce que la livre est la seule monnaie qui n'ait pas changé depuis plus de deux siècles. Une autre méthode aurait pu consisté à renoncer à faire remonter la livre sterling au pair, à laisser par exemple la livre sterling au cours de 3 dollars 22 qu'elle avait atteint au mois de février 1920. La stabilisation de la livre aurait pu s'effectuer à ce cours où les circonstances l'avaient entraînée.

Le retour au pair de sa monnaie a entraîné pour l'Angleterre un certain nombre de conséquences défavorables. Il a

(1) BECKETT : Discours Assemblée des actionnaires, Westminster Bank, 1931.

tout d'abord imposé à l'Angleterre une charge concernant le remboursement des billets en circulation. Le résultat de la méthode consistant à proclamer le remboursement de la livre en or au cours de 3 dollars 22 aurait été que la circulation des billets et des Currency notes réunis de 360 millions de livres en 1925 calculées à 3 dollars 22, aurait correspondu à 1.160 millions de dollars. Mais au lieu de cela, en ramenant la livre à 4 dollars 86, ces 360 millions de livres correspondent à 1.740 millions de dollars. Il a donc fallu que la Banque se charge de conserver une parité correspondant à 1.740 millions de dollars, c'est l'écart entre ces 1.740 millions et 1.160 millions de dollars qui exprime cette première charge; que l'Angleterre a assumée en décidant le retour au pair de sa monnaie (Voir Rist : Cour de Doctorat, 1930-31).

La seconde charge, assumée par l'Angleterre, en ramenant sa livre au pair, a été constituée par l'augmentation du fardeau que représentait sa dette intérieure. La Dette publique britannique qui était de 800 millions de livres en 1913 est passée à 6 milliards en 1920. Si la livre avait été stabilisée, au cours de 3 dollars 22, cette dette représenterait en dollars 6 milliards $\times 3,22 = 19$ milliards de dollars environ. Au cours de 4,86 elle représente : 29 milliards de dollars. Pour assurer le service de sa dette (intérêts et amortissement) l'état a été obligé de lever des impôts qui viennent peser lourdement sur la production. Il est certain que l'industrie aura considérablement souffert de cette charge supplémentaire, se

rapportant à la différence du montant-or de la dette intérieure, différence créée par la revalorisation de la livre.

D'ailleurs, la fiscalité est plus lourde en Grande-Bretagne qu'en France. Le budget de la Grande-Bretagne en 1913 était de 250 millions de livres pour un revenu national évalué à deux milliards de livres : la proportion des charges fiscales par rapport au revenu national était de 11 %. En France en 1913, les chiffres sont de 5 milliards de francs pour le budget ; de 36 milliards de francs pour le revenu national : proportion 14 %.

En 1928, les chiffres sont devenus pour la Grande Bretagne : Budget, 890 millions de livres ; Revenu, 4 milliards de livres. Proportion : 21,2 %.

Pour la même année, les chiffres sont en France de 52 milliards de francs pour le budget ; 247 milliards pour le revenu. Proportion : 21 %.

Ainsi en Grande Bretagne, le pourcentage des charges fiscales au revenu national est passé pour les années 1913 et 1928 de 11 à 21,2 %. En France, de 14 à 21 %.

Pour les mêmes années, la proportion passe aux Etats-Unis de 6 à 11 % ; en Allemagne, de 9 à 20 %.

C'est donc au Royaume-Uni que la fiscalité a le plus progressé, et qu'elle est au plafond le plus élevé. Or, elle s'est appesantie sur une industrie que le retour au pair de la livre avait anémiée pour d'autres raisons. En Avril 1925, au moment où fut décidé le retour de la livre au pair, les prix

intérieurs britanniques étaient supérieurs aux prix mondiaux, c'est-à-dire que la livre ne fut pas stabilisée à un niveau correspondant à son pouvoir d'achat réel. Le pouvoir d'achat intérieur de la livre était plutôt inférieur à son pouvoir d'achat extérieur. De ce fait, il devait résulter naturellement que l'on avait plus d'avantages à utiliser la livre pour acheter à l'extérieur, son pouvoir d'achat extérieur étant plus grand que son pouvoir d'achat intérieur. Il en résultait que l'Angleterre avait intérêt à importer et beaucoup moins d'intérêt à exporter.

Pour faciliter le retour et le maintien de la livre, au pair, il eut fallu que le niveau des prix-or se maintint élevé dans le monde entier. Ce maintien à un niveau élevé des prix mondiaux était du reste escompté par la plupart des financiers anglais, partisans ou non de la réforme.

Voici quelle était la pensée de M. Mac Kenna un mois avant la réforme : « Aussi loin que je suis capable de le juger, je puis dire que la production d'or, à sa valeur actuelle est plus que suffisante pour correspondre à la demande du monde et qu'en conséquence, nous abordons une période de prix légèrement hauts, d'activité commerciale accrue et de diminution du chômage. La production d'or actuelle du monde est d'environ 80 millions de livres par an (au pair). Il se trouve accumulé dans les banques fédérales des Etats-Unis un excédent de près de 300 millions de livres au-delà des besoins légaux ; une demande considérable d'or a été dernière-

ment faite par l'Inde, l'Allemagne et l'Australie, mais ces trois pays réunis sont loin de pouvoir absorber toutes ces réserves. Les demandes des autres pays seront probablement tout à fait faibles. Il est possible que nous puissions ajouter quelques millions à notre réserve ; les Etats-Unis vendront plus volontiers qu'ils n'achèteront. Je ne peux prétendre qu'à une vue rapide sur le total des demandes, mais avec les matériaux que j'ai à ma disposition, je considère que la production est plus que suffisante pour répondre aux besoins du monde et au total, l'or entrera en Grande-Bretagne sans que nous soyons obligés de l'attirer par des taux d'escompte trop élevés ».

C'est donc bien l'idée qu'une augmentation des prix mondiaux allait suivre le rétablissement de l'étalon or en Angleterre. Mais cette hausse des prix internationaux n'était qu'une éventualité et il était dangereux de prendre une solution définitive fondée sur une simple hypothèse.

La majorité des membres de la Délégation de l'or réunie sous les auspices de la Société des Nations, voit les causes de la baisse des prix-or dans les « modifications profondes de la structure et de la répartition géographique des activités économiques (2) ; l'organisation complexe et rigide de la vie économique ; le groupement en cartels ; les essais de contrôle des prix ; les pools ; les plans de valorisation ».

(2) Rapport Genève, 1932, p. 17 et suivantes.

M. Albert Janssen, Sir R. Mant et Sir H. Strakosch ne se rallient pas à cet avis, trouvant « qu'il n'est fourni aucune statistique ou autre à l'appui de cette analyse (3) ». Selon eux, la production d'or durant les années 1925 à 1930 a correspondu approximativement au rythme normal du progrès économique. Ces auteurs voient la principale cause de la crise dans la mauvaise répartition de l'or. « Les pays perdant de l'or se virent dans l'impossibilité de maintenir le niveau des prix existant à la fin de 1928. Afin de défendre leur réserve d'or, les banques centrales de ces pays durent recourir aux mesures normales de déflation. Il s'ensuivit une nouvelle crise des prix des marchandises dans les pays qui perdaient leur or, une concurrence plus vive sur les marchés mondiaux et par suite, une baisse mondiale des prix ».

Nous ne nous associons pas à cette manière de voir pas plus qu'à celle de M. Keynes suivant laquelle l'or aurait été en partie stérilisé par les Etats-Unis et la France. Le Professeur Aftalion (4) a réfuté cette manière de voir qui prétend trouver l'origine de la baisse des prix or et de la crise dans une prétendue stérilisation de l'or qu'auraient effectué les Etats-Unis et la France.

Etant donné les rapports qui existent entre les « member banks » et les Banques Fédérales de Réserve un dollar-or a servi en pratique à gager de 10 à 12 dollars-dépôt durant

(4) A. AFTALION, L'or et sa distribution mondiale.

(2) Rapport Genève, 1932, p. 65 et suivantes.

les années 1926 à 1930. Cette proportion est due au fait que le système est à 2 degrés. En France, il n'y a pas eu multiplication comme aux Etats-Unis. Mais cependant, la circulation des billets et dépôts s'est accrue d'autant de milliards que l'encaisse de la Banque de 1926 à 1931 ; ainsi, on ne doit pas alléguer que la hausse des prix a été empêchée par une politique de stérilisation de l'or.

Quoi qu'il en soit, à partir de 1925, les prix mondiaux, loin de s'élever, ont baissé et même depuis 1929, ils ont baissé avec une rapidité qui touche à la catastrophe. Depuis 1925, l'industrie anglaise n'est pas sortie d'une période de dépression presque continue.

Un dernier facteur d'ordre monétaire est venu aggraver la situation de la production. Le retour de la livre à la parité d'avant-guerre aurait dû s'accompagner d'une baisse correspondante du montant « nominal » des salaires. L'opposition des Trade-Unions a eu pour résultat que les salaires « réels » se sont trouvés gonflés et le niveau des salaires retenu à un taux supérieur à celui des autres pays. Cette nouvelle charge est venue s'ajouter aux autres dans l'établissement des prix de revient ; un exemple concret fera apparaître la difficulté. A la fin de 1913, le prix d'un poids donné X de coton, d'origine américaine se tenait à 7 shillings. A la même date, le prix du tissu fabriqué, correspondant à ce poids X de la matière première, se trouvait à 9 shillings. Le 30 décembre 1930, le poids X de coton de la même qualité se trouvait à 6 shil-

lings ; mais, la quantité de tissu (identique en poids et en qualité à celle de 1913) se trouvait à 11 shillings. Ainsi, le prix de la matière brute en 1930, par rapport à 1913, est dans le rapport de 6/7. Alors que le prix du produit fini pour les deux mêmes époques, est dans le rapport de 11/9. Le coût de production est grevé de charges inhérentes à l'élaboration de l'article travaillé ; c'est là pour les années qui viennent de s'écouler, tout le drame de l'industrie britannique.

A côté de ces facteurs, d'ordre monétaire qui remontent à la guerre, d'autres causes plus profondes, plus lointaines handicapent l'industrie britannique (5). L'Angleterre à la fin du XIX^e siècle s'était habituée à un monopole de fait : matériellement d'abord, psychologiquement ensuite, elle n'était pas suffisamment armée, pour la concurrence que vers 1890, commençait à lui livrer l'Allemagne. Son outillage est démodé ; une trop grande division des exploitations, notamment dans les mines, rend difficile un plan de réorganisation avec l'emploi d'appareils nécessitant la grande production. Le patronat, depuis 1875-80, s'est quelque peu reposé sur ses lauriers. L'esprit de progrès s'est mué en esprit de conservation. La tradition est devenue de l'immobilité. Voici comment s'exprime en 1931 le président de la Westminster Bank : « Nous sommes la plus vieille nation du monde industriel, et inévitablement, il nous est plus difficile qu'à d'autres, d'ac-

(5) ANDRÉ SIEGFRIED : La crise britannique au XX^e siècle.

complir un rapide changement dans notre politique, notre méthode, et nos procédés ».

**§ 3. — La Banque d'Angleterre se devait
de ne pas pénaliser davantage l'industrie**

La mauvaise organisation technique, des salaires très élevés, la supériorité du niveau des prix intérieurs sur les prix extérieurs, des impôts très élevés (ces trois derniers facteurs dus à la stabilisation de la livre à un cours trop haut) ont été la cause des prix de revient très élevés et de la crise d'exportation chronique de l'industrie britannique.

La Banque d'Angleterre a eu comme préoccupation durant ces dernières années de ne pas pénaliser davantage l'industrie. Devant maintenir son change au pair, malgré une énorme augmentation de sa circulation ; ayant d'autre part la préoccupation de maintenir son taux d'escompte aussi bas et aussi stable que possible pour venir en aide à l'industrie, la Banque, de 1925 à 1931, s'est donc trouvée entourée du maximum de difficultés.

En Grande Bretagne, le commerce interne ne se finance que dans une très petite proportion au moyen de traites. C'est principalement au moyen des avances en comptes courants que se financent le commerce et l'industrie. Ces prêts sont consentis pour trois mois, six mois, un an au plus. Leur taux est de 1 % au-dessus du taux officiel. Ainsi le taux des avances à l'industrie est lié au taux de la Banque d'Angle-

terre ; mais toutefois, en cas de baisse, du taux officiel, le taux des avances à l'industrie ne descend pas au-dessous de $3 \frac{1}{2} \%$.

Le taux des avances à l'industrie n'est pas le seul à être relié au Bank rate. Le taux des dépôts et celui des prêts au jour le jour suivent également le taux de la Banque. Ainsi ces taux résultent d'un accord entre les banques. Une entente entre les banques a été possible en raison de la grande concentration bancaire et du quasi monopole dont jouissent les Big Five et leurs satellites.

Cette tarification et cette solidarité mécanique des taux de l'argent et du taux officiel, qui renforcent le pouvoir de contrôle de la Banque d'Angleterre, présentent toutefois des inconvénients ; lorsque la Banque d'Angleterre élève son taux d'escompte, c'est dans le but de défendre son encaisse-or, de retenir l'or susceptible de s'en aller. C'est pour rendre le change favorable, que la Banque hausse son taux d'escompte. Cette mesure est rendue nécessaire par le point de vue du change, et non par la situation interne du crédit et de la production. Lorsque pour retenir l'or susceptible de s'en aller, par suite de la baisse du change, la Banque élève son taux d'escompte, automatiquement, celui des avances à l'industrie en subit le contre-coup : l'industrie est, la victime de faits auxquels elle ne peut rien. A ce point de vue, l'obéissance tacite des différents taux du marché à celui de la Banque d'Angleterre est critiquable. Il est regrettable que pour restreindre

l'endettement à court terme de Londres, la Banque soit obligée de pénaliser l'industrie. La hausse du taux de l'escompte, motivée du point de vue international réagit malencontreusement sur les conditions du crédit interne. Aussi, la Banque d'Angleterre s'est-elle efforcée d'assurer, dans la mesure du possible, la stabilité et la modération de son taux d'escompte.

D'ailleurs, durant l'année 1929, la fixation des taux a été appliquée de manière à tenir compte de la diversité des besoins. A plusieurs reprises, une entorse a été donnée au principe de la solidarité, dans la fixation des taux durant cette année-là. Il s'agissait pour les banques d'éviter une crise de change : elles ont été obligées, pour prévenir des retraits de dépôts et retenir les disponibilités étrangères, de payer des taux plus élevés que ne le justifiait le taux de la Banque d'Angleterre. Le taux officiel était en effet maintenu au niveau le plus bas possible pour ne pas handicaper l'industrie. Durant cette période, l'influence et la politique de la Banque d'Angleterre ont été orientées dans le but de favoriser l'industrie, au détriment de la Cité.

Durant l'année 1929, le total des avances consenties par les London Clearing Banks à l'industrie et au commerce s'est élevé à près d'un milliard de livres. Soit, grossièrement, pour la facilité du calcul 100 milliards de francs. Une différence de 1 % dans le taux des avances, représente pour l'ensemble de l'industrie britannique environ une somme de 1

milliard de francs à déboursier ou à ne pas déboursier, annuellement.

Généralement, la solidarité du taux des dépôts et de celui des avances à l'industrie, implique que les bénéfices des banques de dépôts sont peu influencés par les mouvements du taux officiel. S'il y a hausse, le taux à verser aux dépôts s'élève; mais le taux à exiger de l'industrie pour les avances qui lui sont consenties s'élève également. Enfin, les autres postes de l'actif rapportent également davantage, quoique moins automatiquement.

Mais durant l'année 1929, le taux des dépôts s'est tenu à plusieurs reprises à un niveau supérieur à celui que commandait le taux officiel. Le taux des dépôts fut fixé à un niveau élevé (comparativement au Bank rate appliqué durant la même période) pour retenir les capitaux flottants à Londres. Le taux officiel a été maintenu aussi bas que possible pour venir en aide à l'industrie. De ces deux besoins antagonistes, il est résulté que la différence qui est généralement de 2 % entre le taux versé aux dépôts et le Bank rate, fut souvent plus petite. Le total des dépôts effectués dans les London Clearing Banks s'élève à environ 200 milliards de francs. Ainsi une différence de $\frac{1}{2}$ % dans le taux offert aux dépôts représente pour un mois seulement, environ 100 millions de francs. Ce sont des sacrifices à consentir qui comptent.

En dernière analyse, on retrouve l'antagonisme entre les besoins externes et les besoins internes. Ils sont dans une

certaine mesure inconciliables. Le Comité Mac Millan (6) recommande que les Joint Stock Banks fixent le taux des dépôts, qui joue un si grand rôle dans l'attraction des capitaux étrangers, en conformité avec les vœux de la Banque d'Angleterre. A ce point de vue, il existe dans les relations entre la Banque d'Angleterre et les brokers une coopération efficace que l'on ne retrouve pas dans les rapports un peu distants de la Banque d'Angleterre et des Joint Stock Banks (Toutefois l'attitude des banques durant 1929 marque un progrès de la coopération à réaliser entre la Banque d'Angleterre et les banques de dépôts).

§ 4. — Repercussions sur la production britannique de la dévaluation de la £

Depuis plus d'un an, la Grande Bretagne n'est plus reliée à l'étalon-or. Ce pays qui avait accompli un si grand effort pour ramener sa monnaie à la parité d'avant guerre semble avoir accueilli la nouvelle de la dévaluation de sa monnaie avec un certain soulagement. En 1930, M. Siegfried (7) résumait de la manière suivante la psychologie britannique : « Vous trouvez, dit l'Anglais, que nos salaires sont trop élevés pour nous permettre la concurrence ? que le continent élève donc les siens ! La journée britannique de travail est trop courte ? Réduisez la vôtre ! Le train de vie anglais vous pa-

(6) Voir Rapport Mac-Millan, pages 160-161.

(7) ANDRÉ SIEGFRIED : La crise britannique du XX^e siècle.

rait trop prétentieux ? Renoncez vous mêmes à une frugalité mesquine, civilisez-vous comme vous apprenez à vivre ! »

Et M. Siegfried concluait : c'est le raisonnement de Mahomet et de la montagne, l'Angleterre voudrait que la montagne vienne à Mahomet ! »

Les Anglais en effet se sentaient handicapés contre la concurrence étrangère par les charges qui résultaient du retour de la livre à la parité d'avant-guerre. Ils considéraient que les nations continentales ne jouaient pas le « fair play » en ne relevant pas le niveau des salaires.

M. Keynes voyait dans la mauvaise distribution de l'or la cause de la crise qui sévit sur le monde alors qu'elle en est l'un des résultats. M. Snowden (8) en 1929, alors chancelier de l'Echiquier imputait les sorties d'or de Grande-Bretagne aux niveaux élevés des taux d'escompte aux Etats-Unis et en Allemagne.

Bref les gouvernants comme les économistes britanniques cherchaient durant ces années de déclin à rejeter sur les nations voisines la responsabilité d'un état de choses, d'origine spécifiquement insulaire et non point du tout continentale, et se montraient peu enclins à essayer d'en sortir. A quoi bon chercher à réduire les frais généraux en rationalisant l'outillage, pensaient de nombreux industriels, nous serions toujours gênés par le poids des impôts, le niveau des

(8) SNOWDEN : Discours Conf. annuelle du Labour Party, 1929.

salaires trop élevé, le décalage entre les prix intérieurs et extérieurs.

On comprend dès lors que les Anglais aient accueilli, sans regret et même avec un certain espoir, la nouvelle de l'abandon de l'étalon or. M. Beckett, président de la Westminster Bank parlant à l'Assemblée des Actionnaires en Janvier 1931, s'exprimait ainsi : « Durant ces dernières années, des causes spéciales ont arrêté l'Angleterre sur la voie du retour à une activité normale ». Et, lui, banquier, incrimine directement le retour de la livre au pair. Il n'y a plus place ici pour le vieil orgueil britannique tel qu'il existait encore quelques mois auparavant, ainsi que nous l'a dépeint M. Siegfried.

M. Beckett a compris que l'Angleterre devait être la première à travailler à son propre retour au bien-être. Alors, il préconise une refonte totale des conditions de l'activité dans son pays : que les ouvriers acceptent un niveau plus bas des salaires, alors les patrons s'engageront à moderniser leurs entreprises. En se reportant à ces manifestations de bonne volonté, on peut comprendre que la dévaluation de la livre ait été considérée comme un évènement plein de promesses.

Nous avons noté l'incidence des salaires dans l'établissement du coût de production, nous avons vu que le décalage des prix britanniques et des prix mondiaux constituait une prime à l'importation et un frein à l'exportation. Durant les années 1925 à 1931, les prix de gros se sont trouvés bien au-

dessous des prix de détail ; ce fait est normal car ils ont tendance à se rapprocher des prix mondiaux. Les partisans de la dévaluation de la livre pensaient avec raison que celle-ci aurait pour effet de ramener le niveau des prix de détail au niveau mondial (le raccourcissement de l'unité monétaire réalisant sans effort l'adaption attendue). Par contre, dès avant la Déclaration d'inconvertibilité on pouvait prévoir que les prix de gros ne tarderaient pas à monter en corrélation avec la baisse de la livre puisqu'ils étaient voisins des prix mondiaux à la veille de l'abandon de l'étalon or ; sans quoi les exportateurs britanniques de produits demi-finis et de matières premières risqueraient de se ruiner. En effet, ces industriels en même temps qu'ils sont exportateurs, participent également au commerce international en tant qu'importateurs et se trouvent à ce titre débiteurs de l'étranger. Un paiement extérieur pour une fourniture étrangère identique de marchandises ou de services exige le versement d'un plus grand nombre de livres lorsqu'une livre vaut 90 francs que lorsqu'elle vaut 124 francs. Ce qui importe aux créanciers étrangers, c'est de recevoir le même poids d'or. Le même raisonnement s'applique aussi aux industriels britanniques en tant qu'exportateurs.

D'autre part, le montant nominal des salaires restant le même, les industriels attendaient de la dévaluation de la monnaie qu'elle allège le poids « réel » des salaires : spontanée-

ment l'établissement du coût de production deviendrait plus aisé.

Le poids de la dette publique diminuant avec la dévaluation de l'unité monétaire, les impôts viendraient peser moins lourdement.

Ainsi, allègement des éléments du coût de production : les industries à l'exportation, qui s'étaient ralenties ou avaient fermé, redeviendraient rémunératrices.

D'autre part, le niveau des prix de détail restant stable ou en tout cas ne suivant que de loin le mouvement inverse de la dévaluation de l'unité monétaire, la prime à l'importation se trouverait si non supprimée du moins grandement diminuée.

Tels étaient les effets attendus, par le monde de la production, de la dévaluation de la livre sterling. Puisque plus d'une année nous sépare de la Déclaration d'inconvertibilité, examinons si les faits ont corroboré ces espoirs ?

Il est impossible de tirer des statistiques une interprétation indiscutable. Deux facteurs, à côté de la dévaluation de la monnaie, ont fait sentir leurs répercussions : 1° L'état de crise, qui a neutralisé sur les exportations l'effet heureux qu'aurait dû produire la baisse de la Livre ; 2° L'établissement des tarifs douaniers qui a doublé sur les importations l'effet heureux produit par le nivellement de l'écart entre les prix mondiaux et les prix britanniques.

Le total des importations pour les sept premiers mois

de 1932 s'élève à 378 millions de livres; pour les sept premiers mois de 1931, il s'élevait à 447 millions de livres. Les importations sont en diminution de 69 millions de livres pour les sept premiers mois de 1932, par rapport à la même période de 1931. Il existe un lien certain de cause à effet entre la baisse de la livre et la diminution des importations, mais dans quelle proportion ? Il ne nous est pas donné de le dire puisqu'un autre facteur a exercé également son action : la politique de protection douanière suivie par le Gouvernement à partir d'Octobre-Novembre 1931.

Pour la même période de 1932, comparée avec celle de 1931 le total des exportations reste à peu près le même. La crise mondiale est donc venue neutraliser l'effet heureux de la baisse de la livre. Reportons-nous au niveau des prix de gros. Jusqu'au mois d'août 1931, le niveau des prix de gros en Grande-Bretagne est sensiblement le même qu'aux Etats-Unis. L'inconvertibilité de la livre est déclarée. Les faits viennent tout d'abord corroborer les conclusions des partisans de la baisse de la livre : en prenant l'année 1913 = 100, le niveau des prix de gros britanniques est en Août 1931 à 93; en Septembre, à 94; en Octobre, à 96; Novembre, 97; Décembre, 100; Février (1932), 102; puis à partir de Février, il décline pour arriver à 90 en Juin; en Juillet, il remonte à 92.

Ainsi pendant les cinq premiers mois de l'inconvertibilité de la livre, les prix de gros britanniques ont monté en corrélation avec la baisse de la livre : c'est bien là ce qui avait été

prévu. Pourquoi baissent-ils à partir de Février ? l'explication nous est fournie par le fait qu'aux Etats-Unis les prix de gros n'ont cessé de baisser depuis le mois d'Août 1931 et, d'un point de vue plus général, depuis 1926. Jusqu'en Septembre 1931, les prix de gros britanniques étaient restés en étroite corrélation avec les prix américains. Mais à partir de cette date, sous l'effet de la dévaluation de la livre, les prix de gros britanniques ont subi un effet ascendant tandis que les prix américains continuaient de baisser. En Août 1931, ceux-ci étaient à 92 ; en Septembre à 90 ; en Octobre, à 87 ; en Novembre, à 85 ; en Décembre, à 83 ; en Janvier, à 81 ; en Février, à 79 ; à cette date, les prix britanniques sont à 102. A partir de cette date, durant plusieurs semaines le cours de la livre reste relativement stable ; alors la crise mondiale se reflète immédiatement sur le niveau des prix de gros britanniques qui déclinent à partir de Février.

Depuis le mois d'Octobre 1931 jusqu'en Juillet 1932 le niveau britannique des prix de détail est passé de 140 à 145 environ en prenant comme base l'année 1913 = 100. Le niveau des prix de détail n'a été que peu influencé par la baisse de la livre. D'autre part le niveau des salaires est resté également stable. Donc, la dévaluation de la livre a eu pour effet d'alléger les éléments du coût de production ; mais simultanément la crise mondiale a eu comme répercussions de faire baisser les prix mondiaux à une allure qui est même catastrophique.

Tandis que le premier facteur facilitait l'établissement des prix de revient ; le deuxième facteur faisait baisser les prix de vente. Le résultat, qui est appréciable pour la Grande-Bretagne des effets contradictoires de ces deux facteurs, c'est que le total des exportations pour les sept premiers mois de 1932 n'est qu'en légère régression par rapport, à la même période de 1931.

Ainsi, on ne peut encore affirmer d'une manière incontestable que la dévaluation de la livre ait déjà produit sur la production britannique l'effet stimulant qu'on en attendait. Tant que l'on ne peut isoler l'action d'un facteur, aucune affirmation n'est fondée. Cependant, le fait est probable.

§ 5. — La Banque d'Angleterre aurait-elle pu s'opposer à la chute de la £

La question que nous devons donc nous poser et tâcher de résoudre maintenant est celle de savoir si la Banque d'Angleterre aurait pu s'opposer à la chute de la livre ?

Le retour au pair de la livre n'avait pas été accompagné d'une assez forte déflation de 1920 à 1925 et n'a été suivi d'aucune déflation depuis 1925. La livre a été en quelque sorte portée par la volonté bien marquée du gouvernement anglais : Politique dont le point de départ a été la séance de la Chambre des Communes du 17 Décembre 1919 où Sir A. Chamberlain a précisé l'intention du cabinet britannique de suivre les suggestions des deux rapports Cunliffe. Le retour au pair

a été consacré le 28 Avril 1925 par le Gold Standard Act. La première disposition en est d'ailleurs extrêmement intéressante : le retour au pair y est proclamé de la manière suivante « les billets dorénavant cessent d'être remboursables ». Par contre, l'article 2 prévoit le remboursement en lingots contenant approximativement 400 onces troy d'or fin. C'est le Gold Bullion Standard. Au moment où le retour au pair s'accomplit, le pouvoir d'achat intérieur de la livre sterling est inférieur à son pouvoir d'achat extérieur : le niveau intérieur des prix est de 12 à 15 % supérieur au niveau mondial des prix. Ce décalage constitua une prime aux importations et un obstacle aux exportations. Le déficit de la balance commerciale qui avait été de 134 millions de livres en 1913 fut pour les années :

1925 de 396 millions de Livres	
1926 de 464	—
1927 de 387	—
1928 de 354	—
1929 de 382	—
1930 de 396	—
1931 de 410	—

D'autre part, voici pour la balance des comptes les chiffres indiqués par le « Statist ».

Soldes de la balance des comptes de Grande-Bretagne.

En millions de livres sterling

<i>Années</i>	<i>Soldes actifs</i>	<i>Soldes passifs</i>
1921		63
1922	62	
1923	153	
1924	36	
1925	54	
1926		12
1927	114	
1928	137	
1929	138	
1930	39	
1931		110

Si l'on rapproche de ce tableau le tableau ci-dessous, qui indique le montant des émissions placées à Londres :

En millions de Livres

1921	112
1922	140
1923	129
1924	135
1925	99
1926	122
1927	153
1928	157
1929	111
1930	114
1931	46

On se rendra compte que Londres n'a pu être en mesure

de jouer ce rôle de prêteur à long terme que grâce aux fonds circulants venus chercher un emploi temporaire sur son marché.

En Février 1931, — à cette époque le taux de la Banque d'Angleterre était de 3 % — le Times écrivait : « Un taux d'escompte plus élevé attirerait probablement à Londres des fonds étrangers plus considérables mais non point autant qu'on en pourrait trouver si la situation industrielle et commerciale de la Grande-Bretagne était plus forte. C'est là qu'est le nœud du problème. Si la Grande-Bretagne ne peut revenir à son ancienne capacité de concurrencer ses rivaux, sur les marchés internationaux, on doit être arrivé assez près de la limite de ce qui peut être accompli à l'aide de l'élévation du taux d'escompte. L'existence d'une lourde masse d'argent étranger à court terme pourrait constituer une menace plutôt qu'une aide si nous ne pouvons faire appel rapidement à notre propre crédit. Le niveau des changes et l'élévation des taux d'escompte montrent clairement que les prix et les frais de revient dans ce pays devraient être réduits et que la Grande-Bretagne assume un fardeau trop lourd, par rapport à ses forces, de financement à l'étranger. Une réduction des prêts à l'étranger faciliterait la situation financière de ce pays dans une toute autre mesure que la continuation d'une politique d'emprunt à l'étranger ». Ainsi l'opinion de la Cité se montre hostile à une politique d'argent cher, mais reconnaît

qu'un financement trop important a été assuré, par le marché de Londres à l'étranger.

Le Times continue : « Les banquiers américains et les banquiers français ne semblent pas se rendre compte encore qu'une nation créditrice ne devrait pas faire rentrer ses fonds en période de difficultés et qu'un centre financier qui retire ses fonds placés chez une nation débitrice à un moment mal choisi peut facilement précipiter une crise. Le jeu du Gold Standard n'a jamais été destiné à être employé pour le règlement d'importantes dettes entre gouvernements ou dans le but de permettre à un pays d'emmagasiner de l'or. Ce n'est point une élévation du taux de l'escompte de la Banque d'Angleterre qui pourrait changer la situation, le remède se trouve en France où les autorités bancaires les plus éclairées s'efforcent d'améliorer le mécanisme et l'équipement du marché de Paris ».

En Février 1931, le change anglais sur Paris et sur New-York se trouvait déprimé. La hausse du taux de l'escompte reste toujours pour la Banque d'Angleterre comme pour toute banque centrale, le principal moyen à employer pour rendre le change favorable. Mais à cette époque, le Times voyait le remède à la faiblesse du change, non à Londres, mais à Paris. Le Times considérait que la Banque d'Angleterre n'avait pas à intervenir. On peut rapprocher cette conception de la psychologie anglaise à l'égard du décalage entre le niveau intérieur des prix et le niveau mondial : la déflation n'ayant pas

été suffisante, les prix britanniques se trouvaient supérieurs aux prix mondiaux; en 1925, les Anglais pensaient que les prix mondiaux s'élèveraient pour s'adapter au niveau britannique.

Les dirigeants de l'industrie n'ont pu vaincre la résistance des Trade-Unions et le niveau des salaires s'est trouvé en Grande-Bretagne supérieur au niveau pratiqué à l'étranger. Bientôt les Britanniques trouveront que les nations continentales ne jouent pas le « fair play » en n'élevant pas le niveau de vie de leurs ouvriers.

En analysant l'esprit dans lequel la Banque d'Angleterre, depuis la guerre et principalement depuis 1925, est intervenue sur le marché monétaire, nous avons rapporté un exemple concret et caractéristique de son intervention. Il s'agissait de la période qui s'est écoulée de juin à octobre 1929 (8 bis). Nous avons noté avec quelle continuité la Banque a acheté des titres pour neutraliser, sur le volume et le prix du crédit, l'effet que n'auraient pas manqué de produire les sorties d'or.

M. Goodenough (9) dénonce cette politique comme ayant été l'une des causes certaines de la crise anglaise. Ses raisons sont les suivantes : abondance de crédit qui a maintenu élevé le niveau des prix en Angleterre (Nous répondrons que cette affirmation se base sur l'exactitude de la théorie quantitative à laquelle les faits récents ont donné de sérieux démentis).

(8 bis) Voir page 80.

(9) GOODENOUGH : *Revue mensuelle de la Barclays Bank*, décembre 1931.

Nous connaissons les causes du maintien à un niveau élevé des prix britanniques et de leur décalage par rapport aux prix mondiaux ; maintien des salaires à un niveau élevé, conditions techniques souvent démodées de l'outillage britannique. Ces raisons ont empêché le niveau britannique des prix de s'abaisser au niveau mondial.

D'autre part, voici le jugement que porte M. Mac Kenna sur la conduite de la Banque d'Angleterre durant cette période de l'année 1929 :

« Aujourd'hui, en contraste avec le vieux système, constate M. Mac Kenna (10), les effets sur le volume du crédit des entrées et des sorties d'or sont fréquemment neutralisées. Nous pouvons facilement imaginer quelles énormes fluctuations, dans l'offre du crédit, se seraient produites, si les mouvements successifs de flux et reflux de métal avaient exercé leur influence sur le volume de la « cash ». Nous aurions eu à supporter les maux d'une inflation fiévreuse et d'une énergique et déprimante déflation ; et le commerce aurait été le jouet de ces terribles changements dans les conditions monétaires ».

Il faut reconnaître, avec M. Mac Kenna, que sans les achats de titres répétés, effectués par la Banque, le marché aurait subi des secousses violentes. Incontestablement la Ban-

(10) MAC KENNA : Assemblée des actionnaires de la Midland Bank, janvier 1930.

que a rendu service au marché monétaire et à l'industrie britannique.

Mais cet effort fourni par la Banque n'est-il pas l'une des principales causes qui ont provoqué cet exode de l'or ? La Banque n'a-t-elle pas négligé son autre fonction essentielle, celle de veiller sur le change ? Le 25 Septembre 1929, son stock d'or était tombé à 131 millions de livres.

Ensuite, durant l'année 1930 et les premiers mois de 1931, la Banque d'Angleterre devait-elle, continuer à se tenir à cette politique de crédit facile ? De Janvier à Mai 1930, la Banque abaisse successivement son taux à 3 %, ce dernier reste à ce niveau jusqu'en Mai 1931. A ce moment, c'est encore dans le sens de la baisse qu'elle manie son taux pour l'amener à $2 \frac{1}{2}$ %. Cette baisse ramenait le taux d'escompte à un niveau qui n'avait pas été pratiqué depuis 1909. Le Jeudi 23 Juillet 1931, la Banque d'Angleterre releva son taux à $3 \frac{1}{2}$: depuis le 15, elle venait de voir sortir de l'or de sa réserve, pour un montant de 15 millions de livres. Son encaisse-or se trouvait ainsi ramenée au-dessous de 150 millions de livres. Le 30 Juillet, elle éleva son taux à $4 \frac{1}{2}$.

Durant l'été 1931, les crédits britanniques à court terme « gelés » en Allemagne, ont accentué la dépression du change britannique parce que l'Angleterre n'a pu retirer les sommes qu'elle avait prêtées en Allemagne pour faire face aux demandes de l'étranger.

Toutefois, il faut noter que les banques anglaises étaient

beaucoup moins engagées que les banques américaines. La Lloyds Bank (11) estimait que Londres avait prêté 70 millions de livres sous forme de crédits d'acceptations et de fonds à très court terme. Ces derniers ne représentaient que 10 millions et leur immobilisation ne pourrait être rendue responsable de la crise. Le chiffre de 60 millions, pour les crédits d'acceptations, n'était pas excessif, car de tous temps l'Allemagne, qui est un grand client de la Grande-Bretagne, a bénéficié de larges crédits de la part des banques anglaises.

La situation n'aurait-elle pas pu être sauvée si la Banque d'Angleterre avait porté son taux à 8 ou 9 %, au moment du premier crédit franco-américain et à un niveau supérieur un peu plus tard ? Dans la semaine du 23 au 30 juillet, la Banque de France et la Banque Fédérale de New-York accordaient chacune à la Banque d'Angleterre un crédit de 25 millions de livres, soit 50 millions. Disposant de ce fonds de manœuvre il est possible que si la Banque avait élevé son taux à 8 ou même 9 %, le double effet suivant se serait produit : des fonds britanniques disponibles à l'étranger auraient été rapatriés. Des fonds étrangers seraient venus se placer à Londres. Les achats de livres qu'ils auraient provoqués auraient eu sur le change un effet heureux. Le courant des acceptations se serait en partie détourné de Londres au profit de New-York, diminuant l'endettement à court terme de Lon-

(11) *Revue mensuelle de la Lloyds Bank*, octobre 1931.

dres et accentuant la tendance favorable du change.

On peut se demander si la Banque d'Angleterre n'a pas laissé se dérouler les événements qui ont abouti à la Déclaration d'inconvertibilité du 21 Septembre 1931, en personne non seulement indifférente, mais même acquise à l'idée de la nécessité d'une dévaluation de la livre. Il semble que découragés par le poids des charges qu'avait créées le retour au pair de leur monnaie, les Anglais n'aient rien fait avec conviction pour empêcher la chute de leur devise; il semble même qu'ils se soient sentis débarrassés d'un lourd fardeau après la Déclaration d'inconvertibilité. C'était un jour nouveau qui se levait sur l'Ile; d'ailleurs depuis plusieurs mois, il y avait un assez fort courant d'opinion en faveur de la dévaluation de la livre.

Le rapport du Comité Mac Millan (page 110) discute le point de savoir si l'état a le droit d'opérer une dévalorisation de sa monnaie. Le rapport reconnaît légalement ce droit à l'état, mais « n'a aucune hésitation à rejeter ce procédé » qui briserait la confiance internationale. Toutefois, le rapport considère que la situation est différente lorsque la dépréciation est le résultat des circonstances. « Dans ce cas-là seulement, l'état donnera à la dépréciation sa reconnaissance légale ».

La Banque d'Angleterre pendant l'été 1931 a dû s'inspirer de ce passage du rapport MacMillan. D'ailleurs, les déclarations mêmes du gouvernement semblent confirmer notre

opinion. La Banque d'Angleterre avait 130 millions d'or (en raisonnant sur la livre sterling à l'ancienne parité), le 20 septembre : le gouvernement a voulu maintenir l'encaisse à un niveau suffisant pour se ménager l'avenir. Le dimanche soir 20 Septembre 1931 le gouvernement décidait de suspendre, à partir du lendemain la convertibilité de la livre. Ce même soir, le communiqué suivant était officiellement publié par la Présidence du Conseil : « Depuis quelques jours, les retraits de devises étrangères se sont accélérés si rapidement que le gouvernement de Sa Majesté s'est senti contraint de prendre la décision mentionnée ci-dessus (suspension de l'article 2 du Gold Standard Act) ».

« L'or détenu par la Banque d'Angleterre se monte à environ 130 millions de livres. Etant donné les circonstances, qui peuvent se produire, il a été jugé opportun de ne pas permettre que cette réserve fut amoindrie. Le Cabinet a pris cette décision avec la plus grande répugnance, mais durant ces derniers jours les marchés financiers internationaux ont été démoralisés et ont liquidé leurs avoirs en livres sans tenir compte de leur valeur intrinsèque. Dans ces circonstances, nous ne pouvions songer qu'à protéger la position financière du pays par les seuls moyens à notre disposition ».

Les dirigeants ont eu pour principal souci de ne pas laisser s'amenuiser davantage la réserve d'or de la Banque d'Angleterre ; pour sauvegarder l'encaisse-or, ils n'ont pas craint de prendre une décision d'une portée extrêmement

grave : ils ont préféré laisser aller la devise nationale. Ils ont abandonné le change, plutôt que de laisser fléchir davantage la réserve d'or : il était en effet « opportun de ne pas permettre que cette réserve fut amoindrie » pour la réussite future d'une opération de stabilisation.

La défense du change c'est-à-dire la fonction monétaire d'une part ; et la fonction de crédit constitue pour une banque centrale d'émission, deux fonctions antagonistes. Avant la guerre, alors qu'une longue période de tranquillité dans les relations politiques internationales avait marqué un progrès certain de la prospérité économique internationale, la fonction de crédit était devenue pour chacune des grandes banques centrales d'émission la première préoccupation ; la fonction monétaire était reléguée au second plan. Il en était ainsi notamment pour la Banque de France, la Banque d'Allemagne, dont les taux d'escompte restèrent constamment bas et stables.

Cependant, la Banque d'Angleterre était obligée d'intervenir fréquemment pour défendre le change britannique. Londres était le marché libre de l'or : c'était là un gros avantage pour la Banque, par rapport aux banques centrales continentales ; puisque l'or pour arriver jusque dans ses caves n'avait pas de frais de transport ni d'assurances supplémentaires à payer. Et cependant, alors que l'encaisse de la Banque de France doublait de 1890 à 1914, alors que le stock d'or monétaire mondial était multiplié par 2 de 1880 à 1914, l'en-

caisse-or de la Banque d'Angleterre ne progressait que faiblement.

Cependant, les industries britanniques d'exportation marchaient à plein rendement : l'Angleterre possédait le plus fort tonnage de « Tramps » qui naviguaient toujours à plein. Dans le sens de l'aller, ses exportations de charbon sur tous les points du monde lui fournissaient un fret commode trouvant un débouché partout ; aussi sur le retour les tramps britanniques étaient bien placés pour ramener à bon marché les matières premières destinées à être transformées par les industries britanniques. Tout concourrait à rendre la balance des comptes britannique nettement favorable ; cependant, l'encaisse-or de la Banque avait du mal à augmenter ; le change était constamment faible ; bref la Banque était obligée d'intervenir souvent, par le maniement de son taux d'escompte pour rendre le change favorable.

La cause de cet état de chose se trouve dans la situation de Londres comme prêteur à court et à long terme du monde entier. Des emprunts étaient consentis par l'Angleterre à ses colonies, à des états neufs : ces emprunts financés par Londres absorbaient l'excédent de la balance des comptes. Enfin le développement du marché des acceptations rendait Londres débiteur à court terme. Cette situation avait pour l'industrie britannique des avantages et des inconvénients. Le rôle de Londres de prêteur à court et à long terme du monde entier facilitait pour l'industrie le maintien de ses anciens et la con-

quête de nouveaux débouchés. Par contre, l'industrie et le commerce britanniques devaient subir un taux d'escompte instable et généralement assez élevé.

Alors que depuis de nombreuses années, les banques centrales continentales ne s'occupaient plus que de leur fonction de crédit, la Banque d'Angleterre devait simultanément se préoccuper de la fourniture du crédit et de la défense du change.

La guerre est venue réveiller pour toutes les banques d'émission leur fonction monétaire. Durant la guerre et les années qui suivirent, jusque vers 1925 environ la plupart des états de l'Europe ont chacun leur circulation fiduciaire nationale sans communication avec celle des autres pays. Dans chacun de ces pays, le système monétaire fonctionne en vase clos. La Grande-Bretagne est un des premiers pays à se rattacher à l'étalon-or. Ce retour à l'étalon-or a suscité celui de l'ensemble de ses Dominions et des pays dont la monnaie se trouve liée à la livre sterling. Le champ d'application de l'étalon-or s'est trouvé de ce fait considérablement élargi. Puis, de 1925 à 1930, ce fut le tour de chacun des pays ayant une monnaie inconvertible d'opérer la stabilisation de sa monnaie. Les prix-or qui, en 1925 n'étaient que les prix américains redevenaient en 1930 des prix mondiaux. Cette extension considérable du domaine de l'étalon-or, s'est accompagnée d'une baisse mondiale des prix. La Grande-Bretagne pour des raisons de prestige financier avait effectué un retour à l'étalon-

or trop ambitieux. Elle avait escompté en 1925, que le niveau des prix-or hausserait légèrement et que le décalage existant lors du vote du Gold Standard Act entre les prix britanniques et les prix-or serait nivelé. Non seulement il n'en fut rien, mais au contraire les années qui suivirent enregistrèrent une baisse des prix-or d'une rapidité sans précédent et confinant à la catastrophe.

L'Angleterre pour les raisons que nous avons analysées au paragraphe II, voyait son industrie plus fortement touchée que celle des autres pays par cette baisse des prix mondiaux. Durant ces années, la situation d'avant-guerre était renversée : les circonstances concourraient à handicaper les industries d'exportation et à diminuer l'excédent de la balance des comptes. Cependant Londres reprit son rôle de prêteur à court et à long terme. Elle exagéra son rôle, car pour les dix années 1921-1930, le total des émissions placées à Londres est de beaucoup supérieur au total des excédents de la balance des comptes pour les mêmes années.

Or, à partir de 1925, à peine sa fonction monétaire rétablie, la Banque d'Angleterre adopta une politique nouvelle préconisée par différents économistes notamment par M. Keynes qui demandait que la Banque d'Angleterre se soucie désormais moins des mouvements d'or et s'efforce d'assurer la stabilité du crédit. Les conditions dans lesquelles s'est exercée depuis 1925 l'activité économique de la Grande-Bretagne étaient beaucoup moins favorables. Londres n'en continua pas

moins cependant de jouer le rôle de prêteur à court et à long terme, rôle qui s'appuyait sur des excédents beaucoup moins importants de la balance des comptes. Il en résulta une faiblesse constante des changes et des sorties d'or fréquentes.

Le désir de la Banque d'Angleterre d'assurer la stabilité du crédit a donc rencontré le maximum d'obstacles.

Durant ces dernières années, l'industrie britannique a travaillé au milieu de conditions défavorables, dues au retour de la £ à la parité d'avant-guerre.

Le but que la Banque d'Angleterre s'est efforcée d'atteindre fut, autant qu'il était en son pouvoir de le faire, de venir en aide à la production. Toute sa politique et toute son influence ont été dirigées dans ce sens.

L'industrie, handicapée par les causes que nous avons exposées au paragraphe II du présent chapitre (p. 114), avait besoin de toute la sollicitude de la Banque d'Angleterre. Pour les années qui vont de 1925 à 1928, la politique de la Banque paraît avoir été opportune. Toutefois, il est, à notre avis, d'une politique, comme de tout raisonnement, comme de toute attitude : elle ne doit pas être pratiquée avec une trop grande rigueur. Sinon elle risque, non seulement de ne plus porter ses fruits, mais même de provoquer des effets adverses. D'autant plus que la Banque avait une double préoccupation à satisfaire.

Elle est la gardienne du stock d'or monétaire de la Grande-Bretagne. Elle a la mission de veiller sur le change.

Cette mission appelle l'application d'un remède : la hausse du taux de l'escompte. Certes ce remède est difficile à concilier avec le rôle de distributeur interne du crédit.

Des théoriciens, avant le retour à l'étalon-or, avaient très légitimement le droit de discuter s'il n'était pas préférable de remiser à tout jamais l'or, en tant qu'étalon des valeurs ; mais le problème pour la Banque d'Angleterre était tout autre.

En 1929, l'or était, depuis quatre ans, rétabli dans son rôle d'étalon des valeurs.

La Banque, depuis 1929, ne s'est-elle pas trop attachée à la poursuite de sa politique de stabilité du crédit, à un prix modéré, aux dépens de la mission qui lui incombait de veiller sur le change ?

A partir du mois de Juin 1931, n'était-il pas encore possible de réagir, par le maniement du taux de l'escompte, contre les facteurs adverses : rapatriement, par les capitalistes étrangers, des fonds venus chercher à Londres un emploi temporaire ; endettement excessif à court terme du marché des acceptations vis-à-vis de l'étranger ; facteurs qui rendaient le change défavorable et dont les effets sur le stock d'or monétaire de la Banque ont amené les gouvernants à suspendre l'art. 2 du Gold Standard Act de 1925 qui prévoit le remboursement des billets, en lingots d'or ?

La Banque d'Angleterre, durant l'été 1931, a-t-elle senti, s'inspirant en cela des conclusions du rapport Macmillan,

qu'il était préférable de laisser la livre revenir à un niveau qui comblerait l'écart existant entre les prix britanniques et les prix mondiaux ; plutôt que de chercher à la maintenir à un plafond où l'avait poussée, trop ambitieusement, la volonté des gouvernants de 1920 à 1925 ?

Telle est, à notre avis, l'explication qui peut être donnée de la politique suivie par la Banque et qui peut se résumer par ce fait qui nous paraît symptomatique : le 20 Septembre 1931, lorsque le cabinet britannique a pris la décision de supprimer la convertibilité de la livre, le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre se trouvait à $4 \frac{1}{2} \%$.

CHAPITRE IV

Le changement de politique du point de vue de la Trésorerie

§ 1^{er}. — Le renouvellement des bons du Trésor

Depuis le retour à l'étalon-or (1), la Banque d'Angleterre est intervenue tantôt pour rendre le change favorable et défendre son encaisse-or ; plus souvent dans le but de neutraliser sur le volume et le prix du crédit l'effet qu'auraient produit les mouvements d'or sans son intervention.

Elle a poursuivi cette politique de stabilité du crédit à un prix aussi bas que possible pour ne pas gêner le marché des acceptations. La Banque a été guidée également par le désir de venir en aide à l'industrie. Cette politique enfin concordait absolument avec l'intérêt du Trésor. C'est de ce point de vue

(1) C'est-à-dire depuis 1925 : nous étudions, dans ce chapitre, la politique suivie par la Banque, du point de vue du Trésor ; mais il s'agit toujours de la période qui s'écoule de la fin de la guerre, à la Déclaration d'Inconvertibilité.

que nous allons examiner la conduite de la Banque d'Angleterre.

Les Bons du Trésor constituent la plus grosse partie de la dette flottante du Royaume-Uni : le volume moyen des bons du Trésor se tient depuis 1926-1927 au tour du niveau de 600 millions de livres. Les avances des départements publics, second élément de la dette flottante, sont très secondaires : elles oscillent entre 20 et 60 millions de livres. Les avances de la Banque d'Angleterre sont en principe nulles. Les bons du Trésor ne devraient représenter que la contre-partie du déséquilibre temporaire existant entre la rentrée des recettes et les dépenses de l'Etat durant l'année financière ; déséquilibre qui se trouve balancé à la fin de l'année financière. Les dépenses de l'Etat s'échelonnent sur toute l'année alors qu'une grosse proportion des recettes est seulement encaissée dans le dernier trimestre de l'année financière ; c'est-à-dire durant les mois de Janvier, Février, Mars. Les bons du Trésor sont employés pour neutraliser sur le marché monétaire l'effet perturbateur des opérations financières de l'Etat.

L'efficacité de l'emploi des bons du Trésor pour neutraliser toute contraction ou toute abondance de crédit dûes au manque de simultanéité entre les dépenses et la rentrée des recettes de l'Etat va être éclairée par le tableau suivant :

Année financière 1929-1930	Excédent des recettes (+) ou des dépenses (—) de l'Etat (en millions de £)	Montant des bons du Trésor	
		Volume total	Augmentation (+) ou diminution (—)
Avril.....		70)	
Mai			
Juin.....	— 74	757	+ 57
Juillet			
Août.....			
Septembre	— 31	792	+ 35
Octobre.....			
Novembre.....			
Décembre.....	— 64	794	+ 2
Janvier.....			
Février			
Mars.....	+ 155	588	— 206

Durant les trois premiers trimestres de l'année financière, 1929-1930, l'augmentation du montant des bons du Trésor est venue absorber les fonds fournis au marché monétaire par les dépenses de l'Etat. L'intervention de la Banque d'Angleterre en coopération avec le Trésor a pour résultat d'empêcher toute contraction ou toute abondance monétaires de se produire ; le montant des crédits d'acceptations octroyés par le marché monétaire ne se gonfle pas. La Politique de la Banque a pour effet de prévenir un endettement supplémentaire à court terme de Londres. Ce mécanisme renforce le pouvoir de contrôle de la Banque sur le volume du crédit et lui fournit une aide précieuse pour en assurer la stabilité.

En France, le Trésor a renoncé à l'émission de bons du

Trésor pour financer le budget, en dépit de l'autorisation du législateur. Il se sert uniquement de son compte à la Banque de France et provoque ainsi des alternances de resserrement et de dilatation de la circulation. Toutefois, au cours de 1932, les différents gouvernements ont été amenés à émettre des bons, pour plusieurs milliards; ces émissions furent effectuées non dans le but technique de combler le déséquilibre temporaire qui se produit, au cours l'année financière, entre le paiement des dépenses et la rentrée des recettes, mais pour combler le déficit du budget.

Aux Etats-Unis, par contre, les répercussions financières des dépenses de l'Etat sont neutralisées par le principe du paiement de l'impôt sur le revenu à des dates fixes échelonnées tout le long de l'année.

La guerre a provoqué en Grande-Bretagne un développement considérable du volume des bons du Trésor. Au 31 Mars 1919, le montant des bons du Trésor était de 1.412 millions de Livres. Le gouvernement a entrepris de consolider cette dette flottante. Au 31 Mars 1925, le montant des bons était de 742 millions. Depuis lors, la consolidation n'a été que faiblement poursuivie. La question de la dette flottante ne se présente pas en Grande-Bretagne de la même manière qu'en France. En France, les bons de la défense nationale étaient disséminés dans le public. Cette situation rendait leur renouvellement incertain en cas de crise de confiance. En Angleterre, les bons du Trésor sont détenus par les banques et

autres établissements financiers ; le gouvernement anglais n'a jamais éprouvé aucune difficulté pour le renouvellement des bons du Trésor. M. Lescure résume la situation en ces termes : « Il n'y a pas en Angleterre de plébiscite des bons à moins de considérer comme une plèbe les cinq grandes banques de dépôts de Londres et leurs quelques satellites » (*Revue économique internationale*, Octobre 1926, page 9).

Or, le maintien du montant des bons du Trésor au niveau actuel présente pour le Trésor des avantages fiscaux considérables. Etant donné que le crédit du Trésor est incontestable, les bons se traitent au plus bas des taux du marché monétaire : au taux des acceptations. Ils se traitent même souvent à un taux légèrement inférieur. Les habitudes de la Cité interdisent aux banques de dépôts qui désireraient se faire des disponibilités de revendre une partie de leur portefeuille d'acceptations : elles doivent les garder jusqu'à échéance. Tandis qu'il est d'usage courant de vendre les bons du Trésor pour se faire des espèces, de la « cash ». Les bons constituent donc le placement le plus agréable pour une banque de dépôts londonienne. Aussi ce sont les bons du Trésor qui sont négociés au plus bas des taux du marché.

Pour cette fraction de sa dette, le gouvernement britannique aura versé un intérêt bien inférieur à celui qu'il a dû servir pour sa dette à moyen et à long terme. Pour les années 1926, 1927, 1928, le taux moyen payé pour les bons du Trésor a été de 4 % alors que le taux d'intérêt pour la dette à

moyen et à long terme se trouvait aux environs de $5 \frac{1}{2} \%$. Cette différence de $1 \frac{1}{2} \%$ dans les taux à payer a fait réaliser au Trésor britannique une économie annuelle de plus d'un milliard de francs durant cette période.

En 1929, le maintien de la dette flottante n'a pas constitué d'économie pour le Trésor. Ce fut une année de resserrement monétaire. Le taux de la Banque d'Angleterre s'est constamment tenu à $5 \frac{1}{2} \%$ avec des pointes à 6 et $6 \frac{1}{2}$. Le taux moyen d'intérêt des bons du Trésor a été légèrement supérieur à 5 %. Le taux d'intérêt à long terme s'est trouvé cette année-là à peu de chose près au même niveau, entre 5 et $5 \frac{1}{2} \%$.

Mais en 1930, le mécanisme de la dette flottante, a de nouveau fait réaliser une économie importante au Trésor. A partir du mois de Mai, le taux officiel s'est constamment tenu à 3 %. Le taux moyen des bons du Trésor a été en 1930 de $2 \frac{1}{2} \%$. Les emprunts à long et moyen terme, tels que l'emprunt de conversion de 1940-1944, les « Treasury Bonds » 1934-36 (obligations du Trésor) se sont traitées à $4 \frac{1}{2}$ et 4 %. La différence de taux en moyenne a été de près de 2 %. L'économie réalisée par le Trésor en 1930 grâce au maintien de la dette flottante s'est élevée à plus de 1.500 millions de francs.

Les rapports du Trésor et de la Banque d'Angleterre sont de coopération. Nous avons examiné l'aide apportée par cette coopération à la Banque d'Angleterre dans la tâche

qu'elle s'est dressée de garder le contrôle du marché monétaire pour assurer la stabilité et le bon marché du crédit. Au point de vue du renouvellement de ses bons, le Trésor a eu intérêt à soutenir cette politique de crédit au plus bas prix possible. Mais ses rapports avec la Banque sont toujours restés de collaboration. La Banque n'aurait pas admis de pression ni d'injonction de la part du Trésor à l'égard du manie-
ment de son taux d'escompte. Voici à ce propos une déclaration de M. Snowden, aujourd'hui Lord Snowden, alors qu'il était Chancelier de l'Echiquier (Septembre, Octobre 1929) (2) :
« Sur le manie-
ment de son taux d'escompte, la Banque d'Angleterre ne plaisante point ». M. Snowden parle le 3 Octobre. Quelques jours auparavant la Banque avait élevé son taux à 6 $\frac{1}{2}$ %. A ce moment pour des raisons intérieures pour freiner la spéculation en Bourse, le taux du « Call money » à New-York venait d'être porté à 10 %. Ce taux faisait succion sur les fonds disponibles se trouvant à Londres : le transport de ces fonds de Londres à New-York rendait le change anglais défavorable. C'est pour parer à cette situation que la Banque d'Angleterre a élevé son taux à 6 $\frac{1}{2}$ %. M. Snowden ajoute : « Une hausse du Bank rate est dans les conditions actuelles le principal moyen qui soit à notre disposition pour rétablir la situation défavorable du change. Naturellement,

(2) SNOWDEN : Discours Conf. Labour Party.

cette hausse a soulevé des critiques, mais personne parmi les gens avertis n'a encore découvert d'autre moyen ».

Quelques instants plus tard, M. Snowden précisait encore à propos de cette hausse récente du Bank rate à $6 \frac{1}{2} \%$: « Je répète qu'en ce qui concerne le Bank rate, le Trésor n'a pas plus de contrôle que n'importe quel individu ». Tout au moins, en ce qui concerne la hausse, M. Snowden a certainement raison. L'intérêt du Trésor est que le taux officiel soit le plus bas possible, ce n'est pas lui qui a favorisé une hausse du Bank rate.

La Banque d'Angleterre, ayant la direction de la défense des intérêts généraux du marché monétaire, a tenu compte à plusieurs reprises du point de vue du Trésor. L'année 1929 a été une année de resserrement monétaire. Le taux officiel n'est pas descendu au-dessous de $5 \frac{1}{2} \%$ durant dix mois. Les bons du Trésor se sont négociés entre 5 et $5 \frac{1}{2}$ à peu près au même taux que les emprunts à moyen et à long terme. L'élévation à $6 \frac{1}{2}$ du taux officiel qui a été effectuée le 26 Septembre était attendue depuis plusieurs semaines : c'est surtout dans l'intérêt du Trésor qu'elle avait été retardée jusqu'à cette date.

Depuis 1925 la Banque d'Angleterre, dans la fixation de son taux d'escompte s'est certainement préoccupée de l'intérêt que le Trésor trouvait, pour le renouvellement de ses bons, à voir le taux officiel maintenu aussi bas que possible. Le point de vue du Trésor est identique à celui de l'industrie

comme à celui du marché des acceptations. Tous trois, ils se combinent pour favoriser le maintien du taux officiel à un niveau aussi bas que possible. Mais parler d'une pression du Trésor à l'égard de la Banque d'Angleterre serait sortir de la vérité. Les rapports de la Banque et du Trésor sont de collaboration; la Banque tient compte des intérêts du Trésor comme de ceux de l'industrie et du marché des acceptations.

§ 2. — La dette publique à long terme

Le Trésor durant ces dernières années a eu intérêt à ce que le taux officiel soit maintenu au niveau le plus bas possible au point de vue des conversions à effectuer de sa dette publique à long terme.

Il est possible de relever des baisses du taux de l'escompte effectuées dans le but de favoriser une opération de conversion. La baisse du taux de l'escompte du 30 Octobre 1929 de $6\frac{1}{2}$ à 6 % devait sans nul doute favoriser le succès de l'emprunt de conversion 5 % de Novembre 1929; celle du 6 Février 1930 de 5 à $4\frac{1}{2}$ % avait pour but de rendre favorables les conditions de l'emprunt de conversion 1940-44 de Février 1930 rapportant $4\frac{1}{2}$ %.

L'exemple le plus caractéristique d'une baisse effectuée dans le but de favoriser le succès d'un emprunt de conversion est fourni par celle de $2\frac{1}{2}$ à 2 % effectuée le 30 Juin 1932. La Banque qui avait porté son taux à 6 % le 21 Septembre 1931 l'avait progressivement abaissé à 5 % le 18

Février 1932; à 4 % le 10 Mars, à 3 $\frac{1}{2}$ % le 17 Mars; à 3 % le 21 Avril; enfin, à 2 $\frac{1}{2}$ % le 12 Mai. Le taux de 2 % ne s'était pas vu depuis 35 ans. Le taux officiel a été porté à ce niveau le 30 Juin 1932, donc en période d'inconvertibilité de la livre : la conversion du War Loan — opération portant sur 2 milliards de livres sterling — fut officiellement annoncée par le Chancelier de l'Echiquier à la Chambre des Communes dans la nuit même qui suivit la baisse du Bank rate de 2 $\frac{1}{2}$ à 2 %. Cet abaissement du taux officiel qui n'a surpris personne, car depuis plusieurs jours il était attendu par la Cité fut accompli uniquement pour assurer les meilleures conditions à la conversion du War Loan.

Du point de vue de l'industrie, cette baisse n'a produit aucun changement car le taux des avances à l'industrie ne descend jamais au-dessous de 3 $\frac{1}{2}$ %; comme il est de 1 % supérieur au Bank rate et que celui-ci était à 2 $\frac{1}{2}$ % avant le 30 Juin, le taux des avances à l'industrie avait donc atteint la limite au-dessous de laquelle il ne descend pas.

La baisse du taux officiel fut également sans effet sur les autres compartiments du marché monétaire. Le taux des dépôts qui était de $\frac{1}{2}$ % à la veille du 30 Juin resta à ce niveau après la baisse du taux officiel. Le taux des prêts au jour le jour ne changea pas de niveau et resta fixé à $\frac{3}{4}$ %. Les acceptations à deux mois d'échéance continuèrent à se négocier à $\frac{7}{8}$ %; les acceptations à 3 et 4 mois d'échéance à 1 %. Ces différents taux avaient atteint la limite au-dessous de

laquelle ils ne descendent pas; ni l'influence du marché monétaire ni celle de l'industrie ne pouvaient se faire sentir dans cette baisse du taux officiel. Seul le souci de la Banque de favoriser le succès de l'opération de conversion a motivé cet abaissement. Le taux proposé de $3 \frac{1}{2} \%$ pour le nouvel emprunt pouvait paraître un peu bas et constituer une tentative un peu osée de la part du gouvernement. On peut dire que le résultat consacre un réel succès. Le War Loan 5% se montait à 2.086 millions de livres. Les porteurs ont souscrit du nouvel emprunt $3 \frac{1}{2} \%$ pour plus de 1.900 millions de livres. Le gouvernement n'aura pas pour plus de 150 millions de livres de remboursement à effectuer. Ce résultat confirme, aux yeux du monde entier le crédit du gouvernement britannique. L'abaissement du taux de l'intérêt à long terme constitue un stimulant pour l'industrie britannique. La différence des taux d'intérêt constitue pour le budget de la Grande-Bretagne une économie annuelle de 30 millions de livres. L'influence du Trésor s'est fait sentir d'une façon certaine dans l'abaissement du taux officiel, le 30 Juin 1932.

La Banque d'Angleterre en portant son taux de 5 à $4 \frac{1}{2} \%$ en Février 1930; de $6 \frac{1}{2}$ à 6% en Octobre 1929, a eu également pour but de favoriser le succès d'opérations analogues à celle du War Loan.

Plus généralement depuis 1925, l'influence du Trésor s'est fait sentir conjointement à celles du marché monétaire et de l'industrie pour le renouvellement des bons à court

terme. Le maintien d'un volume important de bons à court terme a présenté pour le Trésor ainsi que pour la Banque d'Angleterre des avantages considérables sans présenter de grands dangers.

En France, les bons à court terme se trouvaient principalement disséminés dans le public. Cependant, le crédit du Trésor français tout comme celui du Trésor britannique étant indiscutable, on se demande pourquoi le gouvernement en France a mis un tel empressement à consolider la totalité de la dette flottante. Il n'y a pour ainsi dire pas de collaboration entre la Banque de France et le Trésor. Il est bien certain que le maintien d'un certain montant de bons à court terme, aidant à neutraliser sur le marché monétaire les effets perturbateurs des opérations financières de l'Etat dus au manque de synchronisme entre les dépenses et la rentrée des recettes serait d'une grande utilité pour la stabilité du crédit. En Grande-Bretagne, ce rôle a été utilisé de façon remarquable par la Banque d'Angleterre de concert avec le Trésor.

Toutefois, ce point de vue ne nécessite pas le maintien de la dette flottante à un niveau aussi élevé que celui auquel elle se trouve actuellement. Le taux d'intérêt à long terme est depuis quelques mois extrêmement bas. Le succès de la conversion du War Loan vient de démontrer que les capitalistes ne demandent pas mieux que d'investir à long terme leurs fonds à un taux modéré. Le moment serait opportun pour le Trésor de reprendre le mouvement de consolidation de sa

dette flottante interrompu depuis 1925. Une reprise des affaires ne se décide pas encore. Le moment est donc favorable. Le jour où une reprise des affaires se fera sentir, les banques de dépôts auront une préférence à soutenir cette tendance et feront des offres moins avantageuses pour l'achat de bons à court terme : l'écart alors entre le taux d'intérêt à long terme et le taux d'intérêt à court terme ne sera plus suffisant pour constituer une économie appréciable pour le Trésor. Donc le maintien de la dette flottante à un niveau élevé n'est plus motivé.

Pour aider la Banque d'Angleterre à assurer la stabilité du crédit, le Trésor fait varier annuellement le volume des bons d'un écart de 150 millions de livres environ. Puisque la comparaison des taux d'intérêt n'explique plus le maintien à un niveau élevé du volume des bons à court terme, le gouvernement devrait à notre avis entreprendre à nouveau de consolider une partie de sa dette flottante pour ne plus laisser que le volume nécessaire à la Banque pour garder le contrôle du marché monétaire. C'est généralement fin décembre que la circulation des bons passe par un maximum. En effet, le mois de décembre est le 9^e de l'année financière. C'est durant ce mois que l'excédent des dépenses de l'Etat sur la rentrée de ses recettes est le plus fort. Un volume de bons du Trésor susceptible de passer par un maximum de 250 millions de livres et par un minimum se tenant entre 100 et 150 millions de livres serait rationnel dans les circonstances actuelles.

QUATRIÈME PARTIE

La Politique de la Banque depuis la Déclaration d'inconvertibilité

Pour assurer la poursuite de sa Politique de l'escompte, la Banque d'Angleterre se sert des deux armes suivantes simultanément : la fixation de son taux d'escompte ; et d'autre part, les achats et ventes de titres ainsi que l'offre chaque semaine d'un montant plus ou moins important de bons du Trésor. Elle contrôle le marché monétaire en étroite coopération avec le Trésor. Avant la guerre, le mécanisme était moins perfectionné. La Banque se servait principalement de ventes et achats de titres pour faire varier le volume du crédit. Il n'existait pas de collaboration entre le Trésor et la Banque. D'autre part, la Politique de la Banque était orientée vers la défense du change.

La coopération née de la guerre entre la Banque et le Trésor est restée très étroite après la guerre. Le principal objectif que s'est assignée la Banque durant ces dernières années fut de maintenir son taux d'escompte aussi stable et aussi bas que possible. Avant la guerre, la Banque procédait

à des achats et ventes de titres de manière à rendre effective une élévation de son taux d'escompte. Depuis quelques années, elle est principalement intervenue pour neutraliser, sur le volume et le prix du crédit, l'effet qu'auraient produit les mouvements d'or en l'absence de ses interventions.

Nous allons étudier maintenant la manière dont la Banque d'Angleterre a conduit ses opérations depuis la Déclaration d'inconvertibilité, décidée le 21 Septembre 1931.

Pour les années qui précèdent la Déclaration d'inconvertibilité, nous avons examiné la Politique de la Banque dans son ensemble. Nous avons exposé quels furent ses procédés d'intervention ainsi que les desseins de cette politique. Il eut été fastidieux d'examiner sa conduite de mois en mois ou même d'année en année. Par contre quelques mois seulement nous séparent du début de la période de suspension de l'étalon-or en Grande-Bretagne. Aussi, il nous paraît intéressant de rapporter les mouvements des différents postes des bilans de la Banque d'Angleterre de mois en mois et de chercher à dégager la tendance qu'à notre avis ces mouvements reflètent. Le bilan de la Banque d'Angleterre est de par la volonté même des dirigeants d'une obscurité parfois difficilement pénétrable. Aussi en serons-nous réduits parfois à ne formuler que des hypothèses.

Le mois de décembre est en Grande-Bretagne le point culminant de l'excédent des dépenses effectuées par l'état sur la rentrée de ses recettes : fin décembre 1931, le montant des

bons du Trésor est de 664 millions de livres en excédent, de 110 millions de livres sur fin mars 1931, cette situation est normale.

Par contre, le poste « valeurs gouvernementales » du Département de banque est à un niveau élevé. La Banque d'Angleterre ne donne aucun renseignement sur la nature de ses achats et ventes de titres et il n'est pas aisé de connaître la composition exacte des différents postes « valeurs gouvernementales » et « autres valeurs ». Le taux officiel étant à ce moment de 6 %, nous pensons que la Banque a acheté un montant important de bons du Trésor. La Banque étant de tous les acheteurs celui qui offre le meilleur prix : l'opération était avantageuse pour le Trésor. Elle l'était également pour la Banque. Le taux officiel étant de 6 %, l'achat de bons à court terme constituait un placement rémunérateur.

*En Janvier 1932, Maintien à un niveau plus élevé
que de coutume, du montant des bons du Trésor*

En Janvier 1932, le montant des bons du Trésor en circulation a diminué de 60 millions de livres passant de 664 millions de livres à 604. La diminution aurait pu être plus grande.

La population britannique depuis la Déclaration d'inconvertibilité a fait preuve, à tous points de vue, d'un grand civisme et d'une grande connaissance de l'intérêt national. Les contribuables notamment ont acquitté leurs impôts avec une grande célérité : la rentrée des recettes, en Janvier 1932, fut

plus importante que, durant le même mois, les années précédentes. Durant ces dernières années les oscillations du montant des bons du Trésor avaient eu comme rôle d'aider la Banque à assurer la stabilité du crédit et plus particulièrement de compenser sur le marché monétaire les effets perturbateurs des opérations financières du Trésor. Par conséquent, à une plus forte rentrée des recettes en Janvier 1932 aurait dû correspondre une diminution plus importante que de coutume des bons du Trésor. Or, l'écart de 60 millions de livres constitue une différence moyenne enregistrée les années précédentes; donc, nous notons que le montant des bons est dès Janvier maintenu à un niveau élevé.

Durant ce même mois, le poste « valeurs gouvernementales » du département de banque se dégonfle passant de 64 millions de livres à 45 millions. Il est difficile de savoir quels titres furent vendus, car ce poste se compose de bons du Trésor, de titres des différents emprunts de guerre et d'obligations du Trésor (Treasury bonds); simultanément la réserve du département de banque s'est reconstituée d'un montant à peu près égal, passant de 32 millions à 50 millions de livres.

Le Mois de Février enregistre un renversement de la position des spéculateurs. Interventions de la Banque en coopération avec le Trésor pour neutraliser la spéculation placée à la hausse de la livre

Le mois de Février marque le point de départ d'un mou-

vement nouveau. Ce mouvement doit son origine à l'action concertée de la Banque et du Trésor. Il a été suscité par la tendance de la livre. La livre depuis la suspension de l'éta-lon-or est comme toute monnaie inconvertible particulière-ment sensible à l'action de différentes forces de sens con-traire.

Il y a trois facteurs qui la soutiennent : les paiements étrangers pour les exportations de marchandises et services britanniques ; les paiements étrangers d'intérêts sur les prêts et emprunts consentis par Londres ; les transferts de capitaux de l'étranger en Angleterre.

Il y a trois facteurs qui agissent contre la livre les paie-ments britanniques pour les importations de marchandises et de services étrangers ; les paiements britanniques d'intérêts sur les prêts et emprunts consentis par l'étranger ; les trans-ferts de capitaux d'Angleterre vers les pays étrangers.

Les opérations sur le change — plus particulièrement les achats de devises étrangères par des nationaux britanniques — sont à ce moment limitées en volume. Quand les paiements d'or furent suspendus, le gouvernement britannique prit des mesures pour empêcher les achats de monnaies étrangères par les nationaux britanniques dans un but de spéculation. Dès lors, les achats de devises étrangères sont limités au volume des transactions internationales de marchandises et de ser-vices.

En Février, la baisse de la livre n'avait pas encore pro-

duit d'effet heureux sur le premier facteur : paiements étrangers pour exportations britanniques.

Pour ce qui est du deuxième facteur : paiements effectués par l'étranger pour emprunts consentis par Londres, la baisse de la livre a eu un effet heureux dans les cas seulement où les intérêts avaient été stipulés payables en monnaie du pays auxquels l'emprunt avait été consenti à condition toutefois que cette monnaie soit toujours reliée à l'étalon-or. Un versement de 1.000 dollars au taux de 4,86 représente 205 livres. Au taux de 3,5 ce même versement représente 286 livres.

Etudions maintenant les facteurs qui agissent contre la livre. La dépréciation de la livre implique que les importations vont coûter un plus fort montant de livres par unité de volume de la marchandise achetée avec une légère compensation due à la baisse des prix mondiaux.

Passons le deuxième facteur : les paiements britanniques d'intérêts sur les prêts et emprunts consentis par les pays étrangers sont d'importance secondaire.

Le troisième facteur : transferts de capitaux d'Angleterre vers les pays étrangers, eut sans aucun doute une importance considérable durant l'été 1931 et après la Déclaration d'inconvertibilité jusqu'en Février 1932. Ce fut la continuité des retraits par les capitalistes étrangers, de Londres, qui causèrent la suspension de l'étalon-or. Chaque retrait amenait une nouvelle pression sur le change; puis après la sus-

pension du Gold Standard, une nouvelle baisse de la livre. Chaque nouvelle baisse rendait plus inquiets les déposants étrangers qui jugeaient préférable d'enregistrer la perte et de rapatrier les fonds. A ce propos, les banques étrangères ayant des dépôts à Londres furent dans une situation fort délicate. D'une part, elles avaient à maintenir la confiance de leurs déposants nationaux en conservant une convenable proportion de disponibilités dans leur propre pays. D'autre part, lorsqu'elles réalisaient leurs avoirs en livres sterling, elles enregistraient une perte certaine et importante.

Dès le mois de février, ce facteur ayant cessé de jouer, il reste alors comme facteur adverse agissant contre la livre, le paiement des importations britanniques; alors que comme facteurs soutenant la livre, il y a les paiements par les pays étrangers d'exportations britanniques; les paiements d'intérêts des emprunts consentis par Londres; et enfin, puisque le gouvernement national avait déjà sérieusement « remis de l'ordre dans la maison » le transfert de fonds de l'étranger à Londres, la spéculation se plaçant à la hausse de la livre.

Le métier du spéculateur consiste à anticiper sur les événements. Durant l'été 1931, la spéculation s'était placée à la baisse de la livre. En Février, elle va se placer à la hausse du sterling. D'ailleurs, quels risques y a-t-il ? La livre cote 87 francs le 8 Février. Il y a peu de chances pour qu'elle baisse davantage, de façon appréciable. Tandis qu'il peut y avoir de l'argent à gagner dans l'autre sens.

Quelle indication tirons-nous de la lecture des bilans de la Banque d'Angleterre ? Précisons d'abord que les opérations effectuées par le Département de l'émission sont menées pour le compte du Trésor. Le poste de l'actif « autres valeurs » du département de l'émission est composé de titres de chemins de fer, de valeurs coloniales et aussi de valeurs étrangères. Les coupons touchés reviennent au Trésor. Les changements dans les deux postes du département de l'émission « autres valeurs gouvernementales » et « autres valeurs » sont opérés de concert avec le Trésor et reflètent ses intentions. D'autre part, les montants additionnés de ces deux postes ne doivent pas dépasser 275 millions de livres (le montant de la circulation fiduciaire a été porté fin juillet 1931 de 260 à 275 millions de livres en vertu de l'application de la section 8 du Currency and Bank notes act de 1928).

Avec le bilan du 27 Février, nous assistons à la naissance d'un mouvement bien net dans le montant de ces deux postes. Le poste « autres valeurs gouvernementales » se monte à cette date à 247 millions de livres et le poste « autres valeurs » à 13 millions de livres. La semaine précédente, ils étaient respectivement de 254 millions et de 6 millions. De semaine en semaine, jusqu'au début du mois de Mai, ce mouvement va se poursuivre ; le 14 Mai, le montant des « autres valeurs gouvernementales » est de 198 millions de livres ; celui des « autres valeurs » de 62 millions.

Le poste « autres valeurs gouvernementales » se com-

pose de bons du Trésor, de titres des différents emprunts de guerre, c'est-à-dire uniquement de valeurs de l'état britannique. Le poste « autres valeurs » peut parfaitement comprendre des devises étrangères : notamment des billets de banque de pays étrangers ; aux billets de banque sont assimilés des avoirs à l'étranger sous forme de dépôts dans une banque d'émission étrangère.

Cette politique qui a été pratiquée par la Banque d'Angleterre du mois de Février au mois de Mai avait été recommandée par le Comité Mac Millan (page 151) : « Il serait judicieux de la part de la Banque de compléter ses réserves-or par des fonds liquides conservés à l'étranger sur une place financière importante ou à la B. R. I. ».

Le gonflement du poste « autres valeurs » du département de l'émission signifie que le Trésor par l'intermédiaire de la Banque d'Angleterre s'est mis à acheter des devises étrangères. Cela ne peut se faire avec profit que lorsque le change est favorable. Or, au moment où le Trésor amorce cette politique la livre passe de 87 francs 70 le 22 Février ; à 88 fr. 65 le 29 Février ; pour arriver progressivement à 92 francs fin Avril.

Cette conduite adoptée par la Banque et le Trésor signifie que le Gouvernement était dès le mois de Février opposé à une revalorisation de la Livre et agissait en conséquence. Toutefois, cette conclusion n'est pas d'une certitude absolue, car ces achats de devises étrangères en même temps que les

ventes de valeurs gouvernementales sont effectués selon la méthode « de la main cachée ». Ces opérations sont poursuivies dans le secret le plus absolu ; la Banque ne donne aucun renseignement sur la composition de ces deux postes dont nous venons d'étudier les oscillations. En ce qui concerne l'interprétation des bilans de la Banque d'Angleterre on en est réduit à formuler des hypothèses. M. Keynes ainsi que beaucoup d'autres autorités s'est plaint à plusieurs reprises de l'obscurité de ces bilans. Les projets du Trésor en coopération avec la Banque apparaissent d'une manière un peu moins vague si l'on examine le montant des bons du Trésor.

La période Janvier, Février, Mars, est celle de la rentrée des impôts. Simultanément, durant ce trimestre, le montant des bons du Trésor subit une diminution habituelle qui va de 120 à 140 millions de livres. En 1932, le montant passe de 664 millions au début de Janvier à 604 fin Mars, ce qui représente une diminution de 60 millions de livres. Donc, la baisse n'a été que de 60 millions, c'est-à-dire que le Trésor s'est assuré par ce moyen une somme égale à la différence de la baisse que l'on enregistre en général à ce moment de l'année et de celle qui eut lieu en 1932. Posons le chiffre de 70 millions de livres sterling. Nous avons noté pour le mois de Janvier que la baisse qui s'était produite dans le montant des bons était inférieure à celle qui aurait dû correspondre à la rentrée des impôts. Donc, dès le mois de Janvier, le Trésor a eu à sa disposition des fonds liquides pour intervenir. C'est

par ce maintien à un niveau élevé du montant des bons du Trésor que le Gouvernement s'est constitué « une masse de manœuvre » qui est venue doubler l'action de la Banque.

La Banque n'était pas aussi libre que le fut la Banque de France en 1927-1928 pour procéder à des achats de devises étrangères dans le but de neutraliser la spéculation. La Banque de France avait eu la faculté — dont elle a usé en pratique — de créer un nombre de francs indéfini pour acheter des devises étrangères offertes par les spéculateurs qui poursuivaient leurs achats de francs. La Banque d'Angleterre au contraire a dû se tenir dans la limite fixe de l'émission fiduciaire. C'est pourquoi nous voyons baisser le montant des « autres valeurs gouvernementales » tandis que s'élève celui des « autres valeurs ».

Le Trésor a certainement utilisé une partie des fonds, qu'il s'est procuré par le maintien des bons à un volume élevé, à contrecarrer l'action de la spéculation sur le cours de la livre, dès le mois de Février. Mais son action fut, durant ce mois à peu près aussi difficile à discerner que celle de la Banque d'Angleterre.

Le gouvernement britannique durant les mois d'Octobre et de Novembre 1931 accomplit un effort énergique pour mettre le budget en équilibre. Les contribuables courageusement répondirent à l'appel qui leur était adressé. Les capitalistes, d'autre part, ne cherchèrent pas à enfreindre les dispositions gouvernementales dans le but de transformer leurs fonds dé-

tenus à Londres soit en francs, soit en dollars. Les déposants enfin firent preuve de sang froid et accordèrent confiance à leur système bancaire.

Dès le mois de Février, on pouvait comprendre que l'inflation était évitée : on assistait à une suspension de l'éta-
lon-or sans inflation. La livre se trouvait au cours de 87 fr. La Banque d'Angleterre a jugé le 18 Février qu'elle pouvait ramener son taux d'escompte de 6 à 5 %. Elle montrait par cette décision qu'elle était disposée à suivre sa politique de crédit à bon marché vieille déjà de sept ans. Cette baisse présentait les avantages que l'on connaît pour l'industrie, le marché des acceptations et le placement des bons du Trésor. Elle ne présentait que peu de danger. Le maintien à un niveau élevé du montant des bons du Trésor diminuait le potentiel de crédit des banques, et les empêchait de trop prêter au marché des acceptations. Il ne pouvait donc se produire un endettement excessif du marché des acceptations vis-à-vis d'emprunteurs à court terme étrangers. D'autre part, le tirage des acceptations s'était ralenti du fait de la crise mondiale aussi bien à New-York qu'à Londres depuis plusieurs mois.

Durant le mois de Mars, la reprise de la livre s'est accentuée. Il est certain qu'à ce moment la Banque et le Trésor sont intervenus pour freiner cette tendance. Du reste, pour les raisons que nous venons d'indiquer : mise en équilibre du budget ; civisme des contribuables ; confiance des dépo-

sants, le mouvement spéculatif à la hausse de la £ était fondé.

Pour les mêmes raisons, la Banque s'est vue en mesure d'abaisser son taux d'escompte à 4 % le 10 Mars, puis à 3 $\frac{1}{2}$ % le 17 du même mois. Le trait original de la crise de la livre sterling, c'est qu'elle s'est déclenchée puis déroulée en dehors de toute inflation.

« L'Exchange Equalisation Fund »

*Le Chancelier de l'Echiquier annonce sa création
à la Chambre des Communes le 22 Avril*

L'action menée de concert par la Banque d'Angleterre et le Trésor sur le marché des changes a été conduite selon le procédé de « la main cachée ». Jusqu'au milieu du mois d'Avril la réserve la plus absolue a été observée tant par la Banque d'Angleterre que par les milieux officiels sur les dessein du gouvernement. Celui-ci sortait de cette réserve le 22 Avril.

Dans un discours prononcé à la Chambre des Communes, le Chancelier de l'Echiquier annonça la création d'une masse de manœuvre — l'« Exchange Equalisation Fund » — devant se monter à 150 millions de Livres et destinée à être utilisée, sur l'initiative du gouvernement, par la Banque d'Angleterre pour décourager la spéculation. Avec le commencement de l'année 1932, une action spéculative à la hausse avait pris naissance, les spéculateurs comprenant qu'ils couraient peu de risques et que par contre ils avaient peut-être beau-

coup à gagner à jouer à la hausse de la livre sterling. La création de ce fonds de change annoncée par le Chancelier de l'Echiquier le 22 Avril fut la consécration officielle de la Politique que nous avions envisagée, comme devant être celle que la Banque poursuivait en coopération avec le Trésor, depuis le mois de Février. Ce discours que prononça le Chancelier à la Chambre des Communes fit quelque peu sensation dans la Cité.

Jusqu'à cette date, l'intervention de la Banque d'Angleterre s'était effectuée suivant la méthode de la main cachée. L'annonce de la création officielle d'une masse de manœuvre fut la première déclaration faite par le gouvernement : cette déclaration impliquait l'intention du gouvernement de s'opposer à une hausse de la Livre.

C'est une première indication.

Mais en ce qui concerne le choix d'un taux de stabilisation, au mois d'Avril, comme d'ailleurs six mois plus tard, il n'était pas possible de connaître les intentions du gouvernement. Cette réserve de la part du gouvernement a provoqué l'apparition de plusieurs articles dont l'un est particulièrement intéressant puisqu'il est signé par M. Keynes (« Economist », 23 Avril 1932).

Le Chancelier de l'Echiquier avait seulement annoncé la création d'un fonds de change d'un montant de 150 millions de livres sans préciser la politique qui serait suivie. M. Keynes émit par contre quelques suggestions à l'adresse des diri-

geants de la Politique monétaire. La livre a, pour M. Keynes, une valeur d'équilibre qu'il place dans les limites suivantes : 100 francs et 85 francs. Le chiffre le plus élevé constitue la limite maximum au-delà de laquelle si elle était franchie par la livre, l'industrie britannique se retrouverait à nouveau en état d'infériorité vis-à-vis de ses concurrents étrangers. Quant à la limite inférieure, elle est basée sur ce fait qu'une dépréciation risquerait de donner une activité fiévreuse à l'industrie britannique.

Enfin, M. Keynes fait les recommandations techniques suivantes :

1° Que les opérations de change comprenant les ventes et achats d'or effectués par la Banque d'Angleterre soient faites par le département de l'émission : ce qui signifie que les gains ou les pertes éventuels seront mis au compte du Trésor.

2° Qu'une grande masse de manœuvre composée de devises étrangères soit constituée après quoi il sera facile d'augmenter le stock d'or.

3° Que le taux d'escompte officiel soit abaissé (en même temps que paraissait son article le taux était abaissé de $3\frac{1}{2}$ à 3 %, le 21 Avril) ; ce qui constitue un autre moyen de décourager les spéculateurs d'avoir des fonds à court terme à Londres.

4° Que la Banque indique officiellement chaque semaine le prix maximum auquel elle achètera de l'or.

Les suggestions N^{os} 1 et 3 ont constitué une partie du

programme suivi par la Banque. Il est probable d'autre part, qu'en s'efforçant de canaliser l'action spéculative à la hausse qui s'est fait sentir depuis Février-Mars, la Banque eut la possibilité de se constituer un fonds de devises étrangères.

Du discours prononcé par le Chancelier le 22 Avril découle une conclusion certaine : désormais, la Livre était destinée à être stabilisée à un niveau inférieur à l'ancienne parité. Mais lequel ? Là-dessus, depuis cette date, jusqu'à maintenant (Novembre 1932), le secret le plus absolu a été observé. « Le but du Fonds, déclara le Chancelier, est de soutenir le cours de la livre et d'empêcher les fluctuations du change ». Après le Chancelier, au cours de la même séance, à la Chambre des Communes, le Major Elliot prononça un discours dans lequel il est possible de relever des phrases moins laconiques que celles prononcées par le Chancelier. Le Major Elliot déclara notamment : « Le gouvernement n'a aucun désir de voir la livre poussée à un niveau qui serait nuisible aux exportateurs ». Il est possible de lire dans cette phrase le désir du gouvernement de s'opposer à une hausse de la livre.

L'action exercée par la Banque d'Angleterre sur le marché des changes est menée au titre du Département de l'émission. Les exigibilités de ce département sont exprimées naturellement en livres. Le discours du budget contenait une précision intéressante concernant les postes de l'actif.

La Banque de France et la Banque Fédérale de New-York avaient chacune accordé fin Juillet à la Banque d'Angle-

terre un crédit de 25 millions de Livres. Ces deux premiers crédits ayant été utilisés, chacune des deux banques précitées avaient ouvert le 28 Août un second crédit qui se montait à 5 milliards de francs de la part de la première; 200 millions de dollars de la part de la deuxième. La perte, due à la dévaluation de la livre, enregistrée sur le total de ces prêts s'élevait fin Avril à 25 millions de livres environ. D'après les déclarations du Major Elliot, cette perte devait être officiellement couverte par l'appréciation en livres du stock d'or du département de l'émission. A cette nouvelle, certains députés se sont émus, devant sans doute ignorer que les profits nets de ce département appartiennent au Trésor. Cette opération consacre officiellement une dévaluation de la livre d'environ 20 %. Nous en déduisons que la livre ne remontera certainement pas au-dessus de 100 francs. C'est là la seule certitude que nous ayons.

Aucune précision n'a été fournie par le Chancelier sur le procédé employé pour garnir l' « Exchange Equalisation Fund »; mais le maintien, à un niveau supérieur au niveau habituel, du montant des bons du Trésor donne lieu de croire que c'est par ce procédé que le gouvernement s'est procuré la plus grande partie des fonds.

La nouvelle de la création du Fonds de change a provoqué un léger affaiblissement du sterling. La livre est passée de 96 francs le 19 Avril; à 94 le 26; pour coter 92 le 3 Mai.

Cette baisse est absolument normale, puisque la création

officielle du fonds de change devait avoir pour effet attendu de dissiper les espoirs d'une revalorisation de la livre; elle a donc provoqué la liquidation de quelques-unes des positions à la hausse.

De même, la connaissance du procédé envisagé par la Cité comme devant être suivi par le Gouvernement pour se procurer des fonds, à savoir une expansion dans les offres de bons du Trésor, a provoqué une hausse du taux auquel ils sont négociés.

Le « Statist » au début de Mai considère que l'effet psychologique de la création du fonds de change sera plus efficace et plus important que les interventions de la Banque qu'il rendra possible en coopération avec le Trésor sur le marché. D'autre part, le Statist considèrerait que le gouvernement avait peut-être annoncé prématurément la création du fonds de change; car s'il lui était alors possible de neutraliser une action spéculative à la hausse, il ne s'était peut-être pas encore constitué un portefeuille suffisant de devises étrangères pour neutraliser une action spéculative à la baisse. Le Statist commettait une erreur. Certes, il est difficile d'interpréter en toute certitude le bilan de la Banque et il était difficile de discerner dès cette époque l'action menée par la Banque de concert avec le Trésor.

Mais il est certain que depuis le mois de Février, la Banque d'Angleterre avait eu le temps de se constituer un fonds

de devises étrangères constituant la contre-partie des achats de livres effectués par les spéculateurs étrangers.

L'annonce de la création du fonds de change ayant eu comme répercussion immédiate au début de Mai de relever légèrement le taux auquel les bons du Trésor étaient escomptés, le Trésor a temporairement diminué l'importance des soumissions hebdomadaires de façon que leur taux d'escompte revienne au niveau de fin Avril.

La Banque qui avait l'intention d'abaisser le taux officiel fut en mesure de le faire le 12 Mai : Elle porta son taux de 3 à $2\frac{1}{2}$ %. Cette baisse qui était agréable aussi bien au marché monétaire qu'à l'industrie fut surtout effectuée en prévision de la conversion prochaine du War Loan.

Durant la première moitié de Mai, les soumissions de bons ayant été légèrement diminuées, le Trésor s'est procuré des fonds par l'intermédiaire des avances de la Banque d'Angleterre et aussi des avances des départements publics.

Durant les mois de Mai et Juin, on enregistre un accroissement du stock d'or monétaire de la Banque d'Angleterre

L'augmentation du poste « autres valeurs » du département de l'émission comprenant des devises étrangères, s'est poursuivie jusqu'au 25 Mai. A partir de cette date, le mouvement se renversa et à l'augmentation succéda une diminution progressive de ce poste. Simultanément, on enregistre des arrivées d'or des Etats-Unis qui viennent accroître la ré-

serve d'or de la Banque. Tout donne lieu de croire que l'accroissement du stock d'or monétaire provient, non pas d'achats sur le marché londonien par « l'acheteur inconnu » — on désigne sous ce terme soit la Banque soit le Trésor —, mais de la vente et de la transformation en métal d'une partie des avoirs détenus par la Banque d'Angleterre à la Banque Fédérale de New-York notamment. Ces avoirs avaient été le résultat des achats de dollars effectués par la Banque d'Angleterre en contre-partie des achats de livres poursuivis par les spéculateurs étrangers qui s'étaient placés à la hausse de la livre sterling.

Au début du mois de Juin, l'accroissement du stock d'or de la Banque apparaît toujours comme la contre-partie de ventes de devises étrangères.

Du 1^{er} au 8 Juin, deux millions de livres d'or arrivent à Londres venant des Etats-Unis. Sur la semaine précédente, le poste « autres valeurs » du département de l'émission est en diminution de deux millions de livres. Le stock d'or, d'autre part, s'accroît de trois millions de livres.

Du 20 Mai au 10 Juin, le stock d'or est passé de 122 millions de livres à 134 millions de livres. Cette augmentation est due pour la presque totalité aux arrivées d'or des Etats-Unis. Durant la même période, l'encaisse-or de la Banque de France enregistrait un accroissement important dû aux retraits en or des avoirs que la Banque de France avaient jusqu'alors conservés, à la Banque Fédérale de New-York. Ces

sorties d'or conjuguées amenèrent le stock monétaire d'or du Federal Reserve System de 2.800 millions de dollars à 2.500 du 20 Mai au 10 Juin. Alors qu'au 18 Juin 1931 ce même stock se montait à 3.300 millions de dollars. Cela fait écrire au correspondant du Statist à Paris (1). « Bien que cela paraisse paradoxal, le marché parisien en est arrivé à considérer que la livre (monnaie inconvertible) offre actuellement une plus grande sécurité que le dollar monnaie d'or ». A cette époque, la livre cotait 93 francs ; à ce niveau, la déclaration que nous reproduisons est peut être ambitieuse. Toutefois, le Président Hoover déclarait lui-même, au cours de sa campagne électorale, au début d'Octobre, que le Federal Reserve Board avait envisagé comme possible une suspension du Gold Standard en Juin. La déclaration du correspondant du « Statist » n'était pas au fond paradoxale.

*Le 24 Juin 1932. La création de l'Exchange Equalisation Fund
est sanctionnée par un vote du Parlement*

Durant les trois premières semaines de Juin, le marché monétaire a joui d'une abondance de crédit considérable dûe en grande partie au maintien à un niveau relativement bas, pour cette époque de l'année, du montant des bons du Trésor. Cette politique suivie en plein accord par la Banque et le Trésor a été couronnée par l'abaissement du taux officiel de $2\frac{1}{2}$ à 2 % le 30 Juin. Cette baisse a été effectuée dans le

(1) Statist. N° du 18 juin 1932, p. 1.005.

but de rendre tout à fait favorable les conditions de succès de la conversion du War Loan.

Du 21 au 29 Juin des soumissions importantes portent le montant des bons du Trésor de 621 à 719 millions de Livres. Une partie de cette augmentation est destinée à neutraliser l'effet produit sur le volume du crédit par les paiements d'intérêts des emprunts de guerre : fin Juin, ces paiements sont importants. Mais l'accroissement enregistré dans le montant des bons dépasse de beaucoup l'accroissement habituel. Cet excédent a servi au gouvernement à alimenter le fonds de change. Le 24 Juin, l'Exchange Equalisation Fund est devenu une institution légale, ayant fait l'objet d'un vote du Parlement.

En réponse à une question, le Major Elliot a expliqué à la Chambre des Communes que le fonds de change serait alimenté par le maintien des bons du Trésor à un niveau élevé et servirait soit directement à l'achat d'or, soit à l'achat de devises étrangères. Le Major Elliot s'est contenté de fournir cette explication générale sans préciser davantage. Le gouvernement tient à conserver une attitude, faite de réserve et de silence, quand il s'agit du fonds de change.

L'annonce de la conversion du War Loan a eu une répercussion originale. Durant les jours qui ont suivi le discours prononcé par le Chancelier de l'Echiquier, à la Chambre des Communes, dans la nuit du 30 Juin au 1^{er} Juillet, un montant assez faible du reste de titres du War Loan a été

négocié et acquis en majeure partie par des établissements financiers : banques de dépôts et maisons d'escompte. Ces maisons virent en eux un placement à cinq mois d'échéance rapportant 2 1/4 % ; ce taux se trouvait bien supérieur au taux du marché monétaire. Il y eut du reste une certaine incohésion durant la semaine qui suivit (du 1^{er} au 8 juillet) dans les achats de bons du Trésor.

Mais la Banque d'Angleterre est intervenue. Il existe entre elle et les brokers et maisons d'escompte une coopération journalière efficace qui donne des résultats très heureux. La Banque est assez préoccupée des intérêts particuliers du marché monétaire et l'a suffisamment démontré pour exiger de temps à autre quelques concessions. Elle a obtenu que les titres de War Loan ne soient plus désormais traités comme des effets ordinaires à cinq mois d'échéance par les maisons londoniennes. Cette question dut recevoir la solution suivante. Toute maison financière de Londres détentrice de titres de War Loan a dû accepter la conversion. Les succursales londoniennes de banques étrangères, qui n'ont pas comme les banques anglaises, le souci de l'intérêt supérieur de la place de Londres ont continué à acquérir des titres de War Loan, les considérant comme des titres à cinq mois d'échéance et avec l'intention par conséquent de les présenter au remboursement le 1^{er} décembre.

En juillet, le mouvement de baisse de la Livre qui a pris naissance fin avril s'accroît légèrement ; La livre décline

de 91 au début de Juillet; pour coter 89 fin Juillet. La baisse du taux officiel à 2 % le 30 Juin n'est pas étrangère à cette tendance. Simultanément, une légère reprise à la Bourse de New-York a eu comme répercussion d'attirer des capitaux de Londres à New-York. Le change s'est alors trouvé quelque peu déprimé.

D'autre part, les arrivées d'or des Etats-Unis ont pris fin. L'or libre, c'est-à-dire le montant d'or dépassant la proportion légale qui, en Juin n'était plus aux Etats-Unis que de 600 millions de dollars est remonté fin Juillet à 900 millions de dollars. Le stock d'or de la Banque d'Angleterre, qui a, durant Juillet, progressé de 136 à 138 millions de livres, s'est accru par suite d'achats effectués par la Banque sur le marché londonien. Les deux postes « autres valeurs gouvernementales » et « autres valeurs » n'ont guère subi de changement.

L'accroissement du montant des bons du Trésor est considérable pour les deux mois Juillet et Août portant le niveau de 749 à 830 millions de livres. Cet accroissement dénote une certaine activité du fonds de change puisque c'est en vendant des bons du Trésor que le gouvernement alimente ce fonds. Du reste pendant le mois d'Août, la livre a été plutôt faible et le mouvement de baisse s'est légèrement accentué : à fin Août, elle cote 88 francs 25. Elle a subi d'abord des influences saisonnières qui dépriment toujours le change à cette époque de l'année : la plus grosse part des paiements

aux Etats-Unis, pour les importations de coton, est effectuée à ce moment. En outre, on a enregistré cette année en Grande-Bretagne, une diminution très nette des touristes américains. Enfin, une légère reprise à la Bourse de New-York a attiré vers cette place quelques capitaux dont le déplacement a accentué la faiblesse du change.

CONCLUSION

Le voyage que fit durant la deuxième quinzaine d'Août 1932, le Gouverneur de la Banque d'Angleterre aux Etats-Unis, pour aller rendre visite à diverses personnalités du monde financier, notamment M. Eugène Meyer, et le Gouverneur Harrison, a attiré particulièrement l'attention. Les entretiens qu'il a pu avoir au cours de son voyage ont-ils eu pour but de préparer le retour de la livre à l'étalon-or ? Il est difficile de répondre à cette question. Les déplacements du Gouverneur de la Banque d'Angleterre ont toujours été entourés d'un peu de mystère.

Une question tout d'abord devra être résolue avant le rétablissement de l'étalon-or. C'est celle du remboursement des titres du War Loan détenus par les banques étrangères qui rapatrieront sans doute une grosse partie de ces fonds lors de leurs remboursements par le Trésor, le 1^{er} Décembre. Le montant total des titres détenus par les banques étrangères peut être évalué à 100 millions de livres environ.

Sans vouloir chercher à prédire le niveau auquel sera stabilisée la Livre Sterling, est-il possible de poser deux limites extrêmes entre lesquelles il serait rationnel que se trouve

le taux de stabilisation qui sera adopté. Les prêts que la Banque de France et la Banque Fédérale de New-York avaient consentis à la Banque d'Angleterre en juillet-août 1931, ont été remboursés, lors de l'expiration du délai, dans le courant du mois d'Août 1932. La perte, due à la dévaluation de la livre, qui fut enregistrée lors du remboursement, s'élève à environ 25 millions de Livres Sterling. Le gouvernement a officiellement déclaré qu'elle serait couverte par une nouvelle estimation du stock d'or de la Banque d'Angleterre. Ce principe consacre donc une dévaluation certaine de la livre de 18 %. Nous pouvons en conclure qu'elle ne sera sûrement pas ramenée à un niveau supérieur à 102 fr. 50. Posons 100 francs. Ce chiffre correspond d'ailleurs aux suggestions que M. Keynes avait exprimées dans un article, paru au mois d'avril. Comme limite inférieure cet auteur proposait le niveau de 85 francs jugeant qu'au-dessous de cette limite les créances libellées en livres, que la Grande-Bretagne possède sur d'autres pays, seraient trop dépréciées. D'autre part, une plus grande dépréciation risquerait à ses yeux de donner une activité fiévreuse à l'industrie britannique.

Ces arguments sont excellents. Nous en ajouterons un autre. En 1925, la Grande-Bretagne avait stabilisé sa monnaie à un niveau trop ambitieux. C'est elle qui en a été la principale victime. Mais si, dans les circonstances actuelles, guidés par un esprit opposé, les dirigeants chargés de la responsabilité d'opérer la stabilisation, choisissaient, de propos

délibéré, un taux très bas, sous prétexte de stimuler l'industrie britannique, on pourrait alors imaginer tous les pays opérant la dévalorisation de leur monnaie dans le but identique de diminuer le poids des charges fixes pesant sur la production nationale : l'on ne peut prévoir où de pareilles interventions brisant la confiance dans les relations économiques internationales pourraient mener le monde civilisé.

Quoiqu'il en soit, nous connaissons approximativement la limite supérieure que la livre ne saurait dépasser ; mais aucune déclaration des milieux officiels n'est venue nous éclairer sur le niveau inférieur au-dessous duquel il est peu probable que la livre soit stabilisée.

Lors de son discours prononcé le 30 Juin, le Chancelier de l'Echiquier est resté dans des considérations générales. Le Major Elliot, tout en étant légèrement plus précis, n'a pas encore été très explicite.

Sans doute, la baisse actuelle du niveau mondial des prix et l'espoir d'une reprise prochaine sont-ils l'explication de l'attitude réservée observée par les milieux officiels britanniques ?

Le gouvernement britannique a pris l'initiative de convoquer pour la fin de 1932 une Conférence (1) qui doit réunir la plupart des états intéressés à la bonne marche des relations économiques internationales. C'est là la mise en pra-

(1) Cette Conférence ne se réunira sans doute pas avant le mois de juin 1933.

tique d'un vœu exprimé il y a déjà dix ans par la Conférence de Gênes de 1922; vœu renouvelé par la Délégation de l'or du Comité financier de la S. D. N.

Cette Conférence étant convoquée dans le but de chercher les moyens susceptibles de susciter une reprise du commerce international et d'arrêter la baisse des prix mondiaux (baisse dont le point de départ remonte à 1927), le gouvernement de Sa Majesté attend sans doute de connaître les conclusions qui seront prises par cette Conférence avant de déterminer, d'une façon précise, le niveau de stabilisation de la livre sterling.

Mais peut-on beaucoup attendre, au point de vue de la fécondité des résultats, d'une conférence économique ? Peut-être les théories qui conduisent à voir le remède capable d'arrêter la baisse actuelle des prix mondiaux, principalement dans l'emploi de procédés monétaires, domineront-elles les travaux de cette conférence ?

Or, en période de crise, lorsque les prix baissent, ce n'est pas une augmentation de l'offre de crédit qui incitera les entrepreneurs à une reprise des affaires s'ils n'ont pas en vue des débouchés.

Donc, ce n'est pas du point de vue de l'offre de monnaie qu'il faut chercher une solution, mais du côté de la demande de crédit. Or, la reprise des affaires, du commerce international est conditionnée par la tranquillité des relations politiques internationales. C'est un retour de la confiance dans

les rapports politiques qui suscitera un renouveau de l'activité économique. La Politique commande à l'Economique. Ce n'est donc pas une conférence économique qui peut actuellement aboutir à des résultats féconds.

La demande de crédit a le pas sur l'offre de crédit. Toutefois, il ne faudrait pas en conclure que le rôle dévolu au système bancaire n'est pas important. Mais c'est en période de prospérité que la manipulation de la monnaie est particulièrement susceptible d'avoir des répercussions heureuses. Les pouvoirs du système bancaire sont effectifs pour freiner un mouvement d'expansion ; c'est dans ce sens que doit intervenir la banque centrale pour éviter à la production de prendre ce caractère de fièvre toujours précurseur d'une crise.

Lorsque le système bancaire diminue les facilités de crédit, une gêne se fait toujours sentir. Mais lorsque la banque centrale a pris à temps la décision de freiner l'expansion de crédit, alors lorsque la gêne se produit dans les affaires, le potentiel de crédit du système bancaire est loin d'être épuisé, les banques sont à même de secourir les entreprises saines. Les banques centrales ont un rôle de premier plan à jouer en période d'essor.

La Banque d'Angleterre, durant ces dernières années, a cherché à obtenir la stabilité monétaire. Elle est bien outillée pour cette mission. Comme moyens matériels, elle a à sa disposition les soumissions hebdomadaires de bons du Trésor, les achats et ventes de titres. En outre, la coopération qui

a été poussée par la Banque d'Angleterre entre le marché des acceptations et elle-même a pour résultat que la Banque, en échange de la stabilité et de la modération de son taux d'escompte, est en droit d'attendre quelques concessions des brokers. Cette coopération revient à obtenir des brokers qu'ils diminuent volontairement le volume des acceptations traitées. Cette décision, lorsqu'elle a été mise à exécution, diminue l'endettement à court terme de Londres et prévient une baisse du change. La défense du change peut ainsi être assurée sans élévation du taux d'escompte.

Il est cependant des cas où seule la hausse du taux de l'escompte peut rendre le change favorable : en 1930 et 1931 le maintien par la Banque d'Angleterre de son taux de l'escompte à des niveaux modérés a constitué une violation de ce principe.

Enfin, c'est principalement durant l'été 1931 que la Banque d'Angleterre semble avoir négligé d'employer l'arme essentielle qui se trouve à sa disposition : la hausse de son taux de l'escompte pour défendre le change. Cette attitude vis-à-vis du change fut-elle observée par la Banque de propos délibéré et en plein accord avec le Trésor, et fut-elle envisagée comme devant conduire au remède le plus efficace à donner à la crise avec laquelle l'industrie britannique se trouvait aux prises depuis 1925, à savoir l'établissement d'une nouvelle parité de la devise nationale ?

Il ne s'agirait plus alors de savoir si la Banque a com-

mis une imprudence en ne respectant pas un principe classique, la hausse du taux de l'escompte pour défendre le change.

Lassés par le poids des charges inhérentes au retour de la Livre à la parité d'avant-guerre, les Gouvernants anglais, en 1931, n'ont-ils pas subi l'influence des milieux industriels qui voyaient dans l'éventualité d'une dévaluation de la Livre, le seul remède possible à leurs maux, exactement comme les Gouvernants de 1920 à 1925 ont subi l'influence des milieux financiers lorsqu'ils ont poursuivi le rétablissement de la Livre au pair d'avant-guerre ?

Mais c'est alors une question de politique.

Quoiqu'il en soit, la production britannique, pour laquelle la Banque a eu tant de sollicitude, n'est plus handicapée par les répercussions d'une parité trop ambitieuse de la Livre avec l'or.

D'autre part, les moyens dont disposait hier la Banque d'Angleterre pour assurer la stabilité du crédit ; soumissions hebdomadaires de bons du Trésor, achats et ventes de titres, coopération entre les brokers et elle-même, sont toujours à sa disposition aujourd'hui.

Il nous semble donc que la Banque devrait désormais être en mesure de concilier avec succès les points de vue antagonistes, d'une part du change ; d'autre part du marché des acceptations, de l'industrie et de la trésorerie.

Vu, le Doyen :

BERTHELEMY.

Vu, le Président :

ALBERT AFTALION.

Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur de l'Académie de Paris,

CHARLÉTY.

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES ET ARTICLES DE REVUES CONSULTÉS

AFTALION. — Les crises périodiques de surproduction, 1913.

— Monnaie, prix et change, 1927.

— Cours de Statistique, 1928.

— Monnaie et Industrie, 1929.

— L'or et sa distribution mondiale, 1931.

— Les causes et les effets des mouvements d'or vers France. Documents sélectionnés sur la Distribution de l'or soumis à la Délégation de l'or du Comité financier de la S. D. N., 1931.

ANDERSON. — *Revue mensuelle de la Lloyds Bank*, Mai 1930.

ANDRÉADÈS. — Histoire de la Banque d'Angleterre, 1904.

ANSIAUX. — *Revue d'Economie Politique*, 1928.

BAGEHOT. — Lombard Street, 1874.

BECKETT. — Discours à l'Assemblée annuelle de la Westminster Bank, Janvier 1931.

BONNET. — Les expériences monétaires contemporaines, 1926.

CASSEL. — The functions of Central Banks. *Revue mensuelle de la Lloyds Bank*, Mars 1930.

- CLAOUÉ. — Le système bancaire des Etats-Unis. Encyclopédie de Banque et de Bourse, Tome I, 1928.
- COSTES. — Les grands marchés financiers, 1932.
- FISHER. — L'illusion de la monnaie stable, 1929.
- GERMAIN-MARTIN. — La stabilisation des prix. *Journal des Economistes*, Décembre 1927.
- Monnaie, crédit, change. Cours professé à l'Ecole des Sciences Politiques, 1927-28.
- GOODENOUGH. — *Revue mensuelle de la Barclays Bank*, décembre 1931.
- GOSCHEN. — Théorie des changes étrangers, 1875.
- GRÉGORY. — Les mouvements d'entrée et de sortie de l'or, en ce qui concerne la Grande-Bretagne 1925-29. Documents sélectionnés sur la Distribution de l'or soumis à la Délégation de l'or du Comité financier. S. D. N., 1931.
- HAWTREY. — Monetary reconstruction, 1923
- HÉRISSON. — Le contrôle du crédit à court terme par la Banque d'Angleterre, 1932.
- HOLDEN. — Discours aux Assemblées des Actionnaires de la Midland Bank, 1912-1913-1914-1918.
- KEYNES. — La réforme monétaire, 1924.
- Article publié dans le « Statist », avril 1932
- LAZARD. — Politique et théories monétaires d'après guerre, 1927.

LESCURE. — Des crises générales et périodiques de surproduction, 1932.

— *Revue Economique Internationale*, Octobre 1926.

MAC KENNA. — Discours à l'Assemblée des actionnaires de la Midland Bank, 1930.

POUYANNE. — Le crédit par acceptation à Londres. R. E. P., 1930.

RIST. — La déflation en pratique, 1924.

— Les Banques d'émission. Cours professé à la Faculté de Droit de Paris, 1930-31.

— La crise mondiale et les Banques d'émission. — Cours professé à la Faculté de Droit de Paris, 1931-32.

RUEFF. — Théorie des phénomènes monétaires, 1927.

SIEGFRIED. — La crise britannique au XX^e siècle.

SPRAGUE. — Fonctionnement de l'étalon-or dans les conditions actuelles. Documents sélectionnés soumis à la Délégation de l'Or du Comité financier. S. D. N., 1930.

TRUCHY. — Les finances de guerre de la France, 1926.

— Charges fiscales comparées. Information, 2 Décembre 1931.

TRUPTIL. — Le système bancaire en Angleterre. Encyclopédie de Banque et Bourse, Tome I, 1928.

VIGREUX. — Le crédit par acceptation. *Thèse*, 1931.

WITHERS. — Qu'est-ce que la monnaie ? 1920.

DOCUMENTS CONSULTÉS

American Acceptance Council (diverses publications).

Bulletin hebdomadaire de la Banque Belge pour l'Etranger
(diverses publications).

Bulletin de la Statistique Générale de la France (diverses publications).

Committee on Finance and Industry Report or Macmillan. —
Report 1931.

Currency and Bank notes Act 1928.

Economist (diverses publications).

Information (diverses publications).

Journal des Finances (diverses publications).

Report of the Twenty-ninth Annual Conference of the Labour Party, 1929.

Revue d'Economie Politique.

Revue mensuelles de la Barclays Bank, de la Lloyds Bank, de la Midland Bank, de la National Provincial Bank, de la Westminster Bank.

Société des Nations. Documents sélectionnés soumis à la Délégation de l'Or du Comité financier 1930.

Rapport provisoire de la Délégation de l'Or, 1930.

Documents sélectionnés sur la Distribution de l'Or soumis à la Délégation de l'Or, 1931.

Deuxième rapport provisoire de la Délégation de l'Or, 1931.

Rapport de la Délégation de l'Or, 1932.

Statist. Toutes les publications du 1^{er} mars au 1^{er} septembre
1932.

Statistical Abstract for the United Kingdom (1900-1929).

Times (diverses publications).

TABLE DES MATIÈRES

PREMIÈRE PARTIE

Pages

LA BANQUE D'ANGLETERRE ET LE MARCHÉ MONÉTAIRE DE LONDRES CHAPITRE PREMIER

<i>La Banque d'Angleterre</i>	7
-------------------------------------	---

CHAPITRE II

<i>Le marché monétaire de Londres</i>	29
§ I. — Les Joint Stock Banks	30
§ II. — Les Maisons d'acceptation	40
§ III. — Les Bill-brokers et maisons d'escompte:	45
Les « Running Brokers »	46
Les « Bill-Brokers »	47
Les « Discount Houses »	49
§ IV. — Les Bons du Trésor	50

DEUXIÈME PARTIE

LA POLITIQUE DE L'ESCOMPTE SUIVIE PAR LA BANQUE D'ANGLETERRE AVANT LA GUERRE ET DEPUIS LA GUERRE

CHAPITRE PREMIER

<i>La hausse du taux de l'escompte et le change</i>	53
---	----

CHAPITRE II

	Pages
<i>Maniement par la Banque d'Angleterre de son taux d'escompte</i>	62
§ I. — Avant la guerre, oscillations fréquentes du taux officiel	62
§ II. — Depuis la guerre, stabilité et modération du taux officiel	65

CHAPITRE III

<i>Interventions de la Banque d'Angleterre sur le marché monétaire</i>	71
§ I. — Avant la guerre, les opérations sur le marché libre étaient au service du change ...	71
§ II. — Depuis la guerre, la Banque d'Angleterre intervient pour assurer la stabilité du marché monétaire	78

TROISIÈME PARTIE

LE CHANGEMENT DE LA POLITIQUE SUIVIE PAR LA BANQUE D'ANGLETERRE DEPUIS LA GUERRE ET SES RAISONS

CHAPITRE PREMIER

<i>Le mouvement doctrinal depuis la guerre</i>	85
--	----

CHAPITRE II

<i>Le changement de politique du point de vue du marché des acceptations</i>	100
--	-----

CHAPITRE III

<i>Le changement de politique du point de vue de l'industrie</i>	112
§ I. — Portée de la crise industrielle britannique, avant la suspension de l'étalon-or	112
§ II. — Les causes du marasme industriel britannique	114
§ III. — La Banque d'Angleterre se devait de ne pas pénaliser davantage l'industrie	122
§ IV. — Répercussions sur la production britannique de la dévaluation de la £	126
§ V. — La Banque d'Angleterre aurait-elle pu s'opposer à la chute de la £ ?	133

CHAPITRE IV

<i>Le changement de la politique du point de vue de la Trésorerie</i>	151
§ I. — Le renouvellement des bons du Trésor ..	151
§ II. — La dette publique à long terme	159

QUATRIÈME PARTIE

LA POLITIQUE DE LA BANQUE D'ANGLETERRE DEPUIS LA DÉCLARATION D'INCONVERTIBILITÉ	165
En janvier 1932, maintien, à un niveau plus élevé que de coutume, du montant des Bons du Trésor	167

	Pages
En février, renversement de la position des spéculateurs.	
Interventions de la Banque, en coopération avec le Trésor, pour neutraliser la spéculation, placée à la hausse de la £	168
L' « Exchange Equalisation Fund »	177
En mai et juin, accroissement du stock d'or monétaire :	183
Le 24 juin 1932, la création de l' « Exchange Equalisation Fund » est sanctionné par un vote du Parlement	185
<i>Conclusion</i>	191
<i>Bibliographie</i>	199
